

2014年08月28日

# 合肥三洋 (600983)

——2014年中报点评：洗衣机内销低迷伴随竞争加剧，中期业绩略低于预期，期待后续惠而浦入主打开高增长通道，维持“增持”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持

维持

市场数据： 2014年08月27日

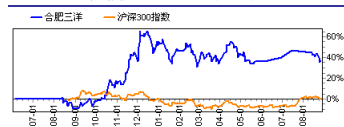
收盘价(元)	13.32
一年内最高/最低(元)	16.8/8.89
上证指数/深证成指	2210/7841
市净率	3.5
息率(分红/股价)	0.60
流通A股市值(百万元)	7097

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年06月30日

每股净资产(元)	3.9
资产负债率%	64.62
总股本/流通A股(百万)	533/533
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《合肥三洋(600983)非公开发行获批点评》 2014/07/31

《合肥三洋(600983)深度研究——并购元年开启高增长快车道,维持增持评级》 2014/07/24

### 证券分析师

周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

### 研究支持

赵莹 A0230113080004  
zhaoying@swsresearch.com

### 联系人

赵莹  
(8621)23297818x7477  
zhaoying@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	5,325	33	363	20	0.68	34.3	18.9	20	16
2014H1	2,580	2	197	1	0.37	30.2	9.5		
2014E	6,147	15	414	14	0.78	32.3	18.0	17	12
2015E	7,494	22	546	32	1.03	32.5	19.8	13	11
2016E	8,862	18	654	20	1.23	32.3	19.8	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

### 投资要点：

- **投资评级与估值：** 尽管短期受制于洗衣机行业低迷，公司业绩增长承压，但我们认为惠而浦入主后上市公司将进入全品类、多品牌、内外并重的发展快车道，收入规模、渠道经营效率、公司治理机制有望进一步提升。考虑到洗衣机内销低迷低于我们的预期，我们下调公司14-16年盈利预测至0.78、1.03和1.23元，原预测为0.92、1.07和1.26元。目前股价13.32元，对应14-16年PE估值分别为17.1、12.9和10.8倍，维持“增持”评级。
- **半年报业绩略低于预期。** 公司公布2014年中报，共实现收入25.8亿，同比增长1.63%。归属上市公司股东净利润1.97亿，同比增长1.2%，对应摊薄后EPS为0.369元，略低于我们之前的预期(0.4元，+11%)。公司每股经营活动产生的现金流量净额为-0.25元，同比下滑210%。在前期基数压力下(13Q2收入同比增长84%)以及公司工作重点放在与惠而浦工作整合之上，二季度公司营业收入同比下滑8.1%，至11.66亿元；净利润为7470万元，同比下滑13.9%，均差于Q1表现。
- **洗衣机内销市场低迷伴随竞争加剧致收入下滑，产品结构调整致毛利率有所下降。** 分品类看，上半年公司洗衣机业务实现收入18.15亿元，同比下滑4%。据产业在线数据显示，由于行业内销略显低迷伴随竞争加剧，Q2公司内销量同比下滑5.3%，带动总销量同比下滑1.5%，表现逊于行业2.9%的增长。其中，荣事达品牌运作和市场拓展情况较好，中怡康1-6月数据显示其销量份额由0.59%提升至1.74%。洗衣机整体毛利率同比下滑6.3个百分点，预计是产品结构调整和毛利率相对较低的荣事达增长加速的综合影响。冰箱业务表现较好，上半年同比增长43%，实现营收5.9亿元，表现超越冰箱行业平均增速，电机业务则较稳定上半年7079万元，同比增长15.6%，冰箱毛利率同比提升1.9个百分点至25.7%，电机同比基本持平于38.5%。

- **Q2 销售费用率大幅下降，综合看净利润率略有下滑。**期间费用方面，惠而浦入主临近，公司在促销和推广投入上有所权衡，致 Q2 销售费用率下滑 7.6 个百分点至 15.2%。管理费用受研发投入增长的影响，费率同比提升 0.14 个百分点至 4.4%。综合看，二季度公司净利润率略有下滑 0.46 个百分点至 6.89%。
- **核心假设与风险：**洗衣机行业销量低迷，原材料价格大幅波动

**表 1：二季度利润表项目增减变动（按收入百分比，单季度）**

	2014Q2	2013Q2	变化幅度
（“-”号表示是对利润率的减项）			
<b>毛利</b>	<b>26.23%</b>	<b>34.79%</b>	<b>-8.56%</b>
营业税金及附加	-0.51%	-0.32%	-0.19%
销售费用	-15.20%	-22.84%	7.64%
管理费用	-4.40%	-4.26%	-0.14%
财务费用	0.37%	-0.14%	0.51%
资产减值损失	0.61%	-0.10%	0.71%
投资收益	0.00%	0.03%	-0.03%
营业利润	7.10%	7.09%	0.01%
加：营业外收入	0.66%	0.60%	0.06%
减：营业外支出	-0.03%	0.00%	-0.03%
利润总额	7.74%	7.69%	0.05%
减：所得税费用	-1.33%	-0.86%	-0.47%
净利润	6.40%	6.83%	-0.43%
少数股东损益	0.00%	0.00%	0.00%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>6.40%</b>	<b>6.83%</b>	<b>-0.43%</b>

资料来源：公司资料，申万研究

表 2：盈利预测表

单位：百万元，元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	4,016	5,325	6,147	7,494	8,862
二、营业总成本	3,688	4,931	5,692	6,890	8,132
其中：营业成本	2,667	3,499	4,159	5,059	6,000
营业税金及附加	23	28	31	36	39
销售费用	781	1,100	1,208	1,450	1,697
管理费用	215	280	320	367	429
财务费用	-4	-6	-16	-27	-40
资产减值损失	6	30	-9	5	6
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0
三、营业利润	327	394	456	604	730
加：营业外收入	21	22	18	22	20
减：营业外支出	0	1	0	0	1
四、利润总额	348	415	473	625	750
减：所得税	45	53	60	79	96
五、净利润	304	363	414	546	654
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	304	363	414	546	654
<b>六、全面摊薄每股收益</b>	<b>0.57</b>	<b>0.68</b>	<b>0.78</b>	<b>1.03</b>	<b>1.23</b>
全面摊薄总股本	533	533	533	533	533

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。