



# 未有评级

600983 SS

价格: 人民币 9.77

板块评级: 增持

# 合肥三洋

## 具有核心技术是公司成长的关键

合肥三洋是国内主要的洗衣机生产企业之一,其产品凭借先进的技术和质量在中高端洗衣机市场占有一席之地。2011年前三季度,公司实现营业收入27.9亿元,同比增长31.7%,实现净利润2.6亿元,同比增长20%。未来公司将通过技术优势和营销渠道整合保持相对稳定快速的增长,有望从二线品牌中脱颖而出。

### 支撑评级的要点

- 公司具备洗衣机领域的核心技术优势,其变频电机技术具有自主知识产权。领先的技术成为公司立足于洗衣机中高端市场的关键所在。
- 公司正在进行营销渠道调整,努力发挥经销商的积极性。同时,加快三四级市场和农村市场的网点布局,有助于提升其产品销售和市场占有率。
- 除了加大变频产品的渗透率,公司还将努力丰富产品线组合,推出包括冰箱、微波炉等产品。变频电机业务有望成为公司未来业绩增长的最大亮点。
- 我们预计,公司未来三年平均增速仍将保持在20%以上。

### 评级面临的主要风险

- 房地产市场调控一定程度上抑制家电需求。
- 家电下乡政策退出短期影响农村市场销售。

### 估值

- 市场对公司11-13年每股收益预测为0.657元、0.844元和1.024元,目前公司市盈率仅相当于11.9倍2012年每股收益预测。尽管行业整体增速有所放缓,但合肥三洋依靠其技术优势,有望从二线品牌中脱颖而出。我们建议关注。

### 投资摘要(市场一致预期)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,022	3,051	3,639	4,218	4,770
变动(%)	87	51	19	16	13
净利润(人民币 百万)	207	305	350	450	546
全面摊薄每股收益(人民币)	0.620	0.572	0.657	0.844	1.024
变动(%)	93.2	(7.8)	14.8	28.5	21.3
核心每股收益(人民币)	0.623	0.551	0.622	0.814	1.001
变动(%)	87.6	(11.6)	12.9	31.0	22.9
全面摊薄市盈率(倍)	16.1	17.5	15.2	11.9	9.8
核心市盈率(倍)	16.1	18.2	16.1	12.3	10.0
每股现金流量(人民币)	0.50	0.92	0.39	0.66	0.92
价格/每股现金流量(倍)	20.1	10.9	25.8	15.1	10.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.4	13.3	11.8	8.6	6.5
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.099	0.127	0.153
股息率(%)	1.0	1.0	1.0	1.3	1.5

资料来源: 公司数据及万得资讯

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(21)	(12)	(8.1)	(27.3)
相对新华富时 A50 指数	(6)	(6)	(1.9)	(8.9)

发行股数(百万)	533
流通股(%)	37
流通股市值(人民币 百万)	1,968
3个月日均交易额(人民币 百万)	32
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
合肥市国有资产控股有限公司	33.57

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2011年12月7日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

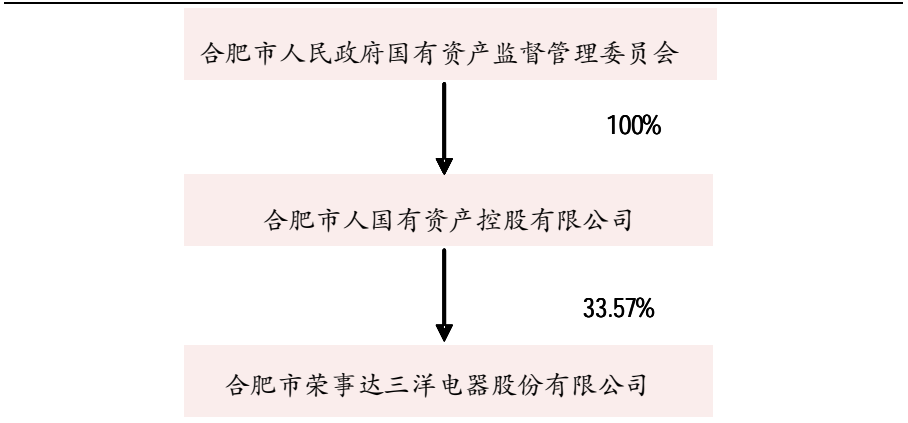
huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

## 公司概况

合肥荣事达三洋电器股份有限公司的前身是合肥三洋洗衣机有限公司，成立于 1994 年，并于 2004 年 7 月再上交所上市交易。公司主要从事洗衣机、变频电机、微波炉及其他相关产品的生产和销售。公司拥有洗衣机年产能 500 万台，变频电机产能未来也将达到 1,000 万台。公司总股本 532,800,000 股，第一大股东是合肥市国有资产控股有限公司，持有公司 33.57% 股份，实际控制人是合肥市国资委。

图表 1. 股权结构



资料来源:

## 业绩保持稳定

11 年前三季度，公司实现营业收入 27.9 亿元，同比增长 31.7%，实现净利润 2.57 亿元，同比增长 19.8%，实现每股收益 0.48 元。面对洗衣机行业增速放缓的形势，公司依然保持了稳定的营收增长，然而原材料价格的过快上涨促使利润率下滑。前三季度的毛利率和净利率分别从去年同期的 33.2% 和 10.1% 小幅下降到 31.8% 和 9.2%。今年管理费用率和销售费用率有所改善，前三季度分别从去年同期的 4.6% 和 17.4% 下降到 4.2% 和 16.9%。由于原材料价格近期出现下跌，我们判断，从四季度起利润率水平将有所恢复。预计明年整体盈利能力将好于今年。

图表 2.11 年三季报

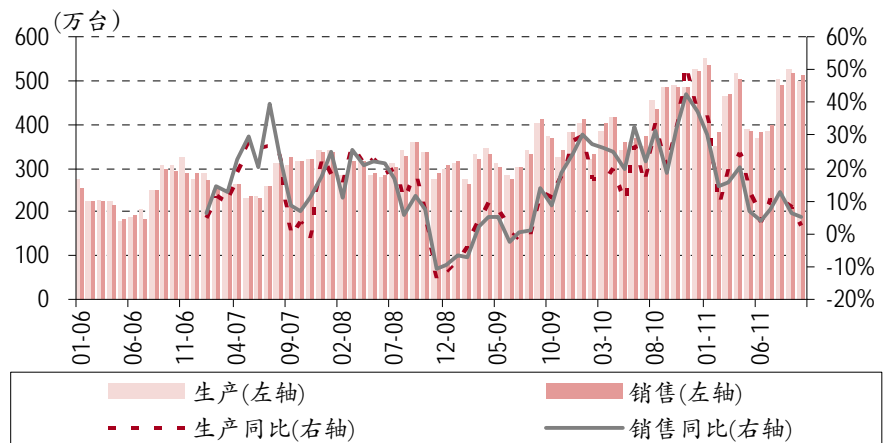
(人民币, 百万)	10 年前三季度	11 年前三季度	同比(%)
营业收入	2,116.91	2,788.71	31.7
营业成本	1,413.10	1,902.54	34.6
<b>毛利润</b>	<b>703.8</b>	<b>886.2</b>	<b>25.9</b>
营业税金及附加	0.00	19.71	n.m
管理费用	96.75	116.68	20.6
销售费用	368.45	469.96	27.5
<b>经营利润</b>	<b>238.6</b>	<b>279.8</b>	<b>17.3</b>
资产减值	5.83	2.36	(59.6)
财务费用	(0.18)	(2.01)	1,003.3
投资收益	(0.14)	0.00	n.m
营业外收入	13.87	19.45	40.2
营业外支出	0.02	0.40	1,635.5
<b>税前利润</b>	<b>246.7</b>	<b>298.5</b>	<b>21.0</b>
所得税	32.13	41.40	28.8
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>214.5</b>	<b>257.1</b>	<b>19.8</b>
每股收益(元)	0.400	0.480	20.0

资料来源: 公司数据

### 行业增速放缓

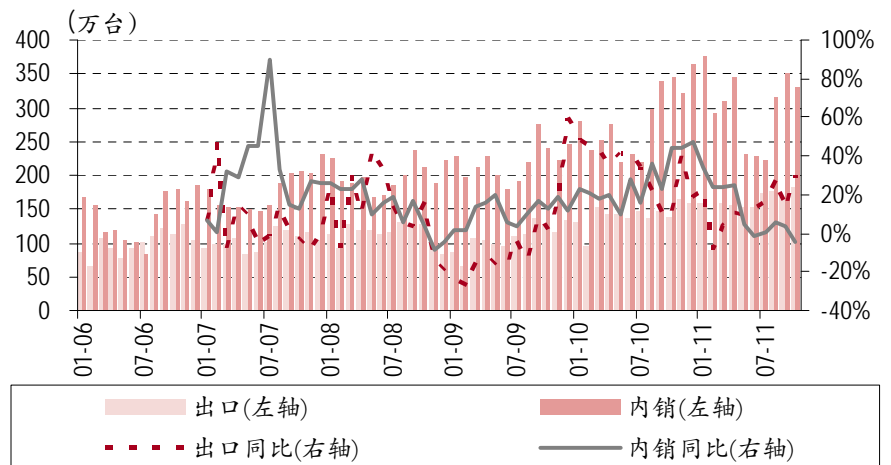
家电下乡和以旧换新等政策成为近几年家电行业快速成长的助推器，但一定程度上透支了部分消费，加上近期受到房地产市场调控和通胀等因素影响，家电行业整体增速明显放缓。今年前10月，洗衣机产量4,553万台，同比增长13.7%，内销3,006万台，同比增长11.1%，出口1,568万台，同比增长14.5%，增速均低于10年的26%、28%和30%。

图表 3. 洗衣机产销量

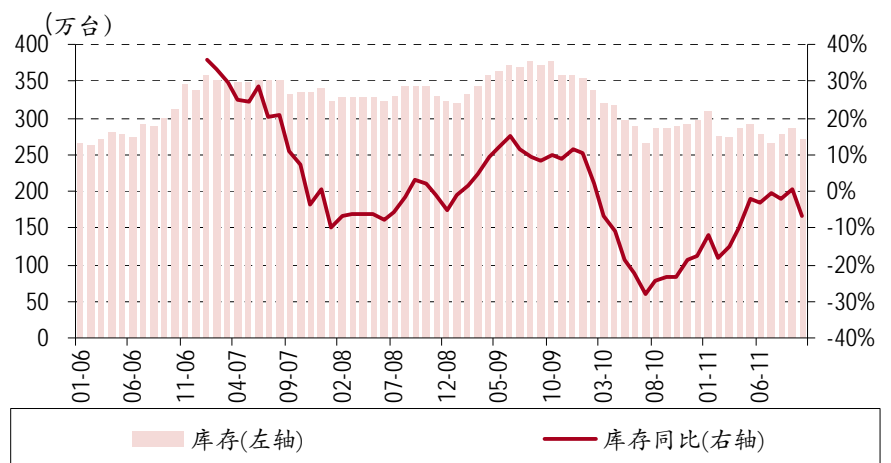


资料来源：公司数据

图表 4. 洗衣机内外销



资料来源：公司数据

**图表 5 洗衣机库存**


资料来源：公司数据

预计未来几年行业增长将稳定在 5-10% 的速度，三四级市场和城市更新换代需求仍是主要增长点，趋势在于滚筒和变频。滚筒在北上广深超过 70%，其他地区平常销售只占 30%，节假日占到 55%，三线城市消费试探趋势。目前家电行业随着政策退出，回到正常发展轨迹。

### 下乡政策退出有利行业整合

家电下乡政策的好处在于阶段里促进内需，但也造成行业没有按照客观规律发展，保护了部分小品牌。下乡政策对公司最大好处是使其完善网点布局，政策退出将有利于行业整合和技术升级，有利于掌握核心技术的品牌。由于下乡产品占公司收入约 20%，且主要以农村市场中高端消费群体为主，因而政策退出对公司销售影响有限。

### 三洋品牌有远虑无近忧

一直以来，日本三洋在白电领域发展不好，合肥三洋对于三洋品牌的发展发挥了重要作用，其洗衣机产能目前大约是三洋越南、台湾和日本三厂总产能的两倍。近期，海尔收购了日本三洋在东南亚的业务。合肥三洋正在与海尔正在就延长品牌问题谈判。同时，公司也在积极推出和培育新品牌。我们认为，三洋品牌在未来相当长的一段时间内将保持存续，而公司在洗衣机领域的技术优势将成为其价值的核心所在。

### 公司具有领先技术

公司拥有包括波轮和滚筒洗衣机在内的多项核心技术，其变频电机具有自主知识产权，未来将围绕健康节能环保等技术趋势。通过对日本的 OUT-IN 订单，进一步增强公司质量和工艺意识，提升了产品竞争力。公司的核心技术目前在国内洗衣机企业中具有优势地位，这种优势是公司获得较高的盈利能力的的关键。

### 拓展新产品

除了在洗衣机领域具有行业领先的技术外，公司正在扩充产品品类。据了解，其冰箱生产线已于近日点火，预计到明年 2 月将实现规模化生产和销售，产品定位于中高端。此外，变频电机产能也在不断增长，目前基本处于自给状态，明年将加大外销。预计最终变频电机规模将达到 1,000 万台。变频电机业务有望成为公司未来业绩增长的新亮点。此外，公司同样关注小家电领域，尤其是微波炉、净化器等品类。品种的扩充不仅有助于提升公司盈利能力，对于公司终端渠道的开发与品牌推广都将长期受益。

### 调整策略，完善营销体系

公司内外销比例为 8:2，出口产品仍然以波轮为主。未来公司仍将以国内市场为立足点，在一二级市场加大变频化和滚筒化产品占比，以适应城市更新换代需求，同时有利于利润率的改善。预计今年公司变频洗衣机产量大约 100 万台，占公司总产量 1/3。未来公司要实现 500 万台的产销目标，力争从第二阵营中脱颖而出。

面对三四级市场的巨大空间，公司在销售渠道上仍显不足，网点多而不强，模式单一，核心经销商不多。围绕短板，随着冰箱产品上线后，公司将丰富产品线，增加生活电器产品。同时，目前三四级市场销售模式主要以简单的代理分销模式，不利于调动经销商积极性。公司正在考虑进行渠道改革，通过与经销商绑定利益，实现有效激励。一方面有利于促进终端销售，另一方面也有望减少销售费用，提高效率。

### 估值

市场对公司 11-13 年每股收益预测为 0.657 元、0.844 元和 1.024 元，目前公司市盈率仅相当于 11.9 倍 2012 年每股收益预测。尽管行业整体增速有所放缓，但合肥三洋依靠其技术优势，未来三年复合增长率有望维持在 20% 以上，并从二线品牌中脱颖而出。我们建议关注。

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371