

## 新起点，新发展

合肥三洋 (600983.SH)

**推荐** 首次评级

### 核心观点:

1. 公司洗衣机业务过往几年增长迅猛, 2011 年收入 39 亿元, 4 年复合增长 57.4%, 净利润 3.2 亿元, 4 年复合增长 47.4%, 是国内增长最快的洗衣机企业。

2. 2012 年行业增长乏力, 主要竞争对手收缩让出部分市场份额, 公司凭借较强产品竞争力和品牌影响力, 洗衣机业务稳步推进, 市占率提升明显, 一季度实现收入 10.5 亿, 同比增 1.2%, 实现逆势增长。

3. 国家适时推出新一轮补贴政策, 主要针对高效家电产品进行补贴。新政将刺激下游需求, 提升行业景气度, 下游需求不悲观。

公司洗衣机技术源自日本三洋, 产品定位较高, 目前洗衣机产品基本在二级能效以上, 一级能效洗衣机约占 40%, 变频洗衣机约占 30%, 高端洗衣机领域居行业前列。洗衣机产品毛利率高达 35%, 显著高于国内同行。

预计高效洗衣机每台补贴 200-300 元。2011 年公司实现洗衣机销量 315 万台, 其中约 120 万台为 1 级能效, 直接受益新政补贴政策。补贴细则出来后会公司业绩增长产生实质性推动。粗略估算, 预计新政补贴将贡献公司 2012 年 EPS 约 0.1 元, 贡献 2013 年 EPS 约 0.2 元左右。

4. 公司制定未来“532”战略规划, 五年内收入目标 200 亿, 彰显公司较强进取心。我们认为, 以家电新政为契机, 公司将迎来发展新机遇:

1) 借力三洋品牌, 逐渐培养自有品牌的市场知名度和影响力。

2) 产业链纵向整合, 变频技术领先, 受益电机补贴。

3) 多品类拓展增长点, 冰箱 2012 年销售放量, 2013 年贡献利润。

5. 按照“532”战略规划, 产品线 and 品牌线全面扩张, 未来有较大资金需求。公司去年 3 月启动定向增发, 已获得证监会无条件通过, 但由于底价过高 (12.18 元), 增发未能成功。随着公司各项业务拓展推进, 未来应该会有进一步融资需求, 不排除重启增发的可能。

**盈利预测及估值:** 不考虑补贴影响, 预计公司 2012/2013 年业绩分别为 0.73 和 0.92 元。假设新政补贴下半年开始执行, 针对高效洗衣机每台补贴 200-300 元, 预计 2012/2013 年 EPS 分别达 0.83 元和 1.10 元。公司目前股价相对 2012 年 PE (不考虑补贴因素) 在 12 倍左右, 给予“推荐”评级。

**风险提示:** 宏观经济低迷, 消费需求不振。

### 分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

特此鸣谢

郝雪梅 0755-82838453

(haoxuemei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2012.05.30

A 股收盘价(元)	9.21
A 股一年内最高价(元)	13.50
A 股一年内最低价(元)	6.48
上证指数	2384.67
市净率	3.74
总股本(万股)	53280.00
实际流通 A 股(万股)	19670.04
流通 A 股市值(亿元)	18.18

### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

### 相关研究

### 主要财务指标

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3051	3892	5103	6725
收入增长率%	50.9%	27.6%	31.1%	31.8%
净利润(百万元)	302	321	389	491
净利润增长率%	46.2%	6.3%	21.0%	26.2%
摊薄 EPS(元)	0.57	0.60	0.73	0.92
毛利率%	33.1%	35.3%	34.9%	34.7%
净利率%	9.9%	8.3%	7.6%	7.3%
PE	16.2	15.3	12.6	10.0
PB	4.65	3.71	2.74	2.03

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设:

1. 公司洗衣机业务过往几年增长迅猛, 2011 年收入 39 亿元, 过往 4 年复合增长 57.4%, 净利润 3.2 亿元, 过往 4 年复合增长 47.4%, 是国内增长最快的洗衣机企业。

2. 2012 年行业增长放缓, 主要竞争对手战略收缩让出部分市场份额, 公司凭借较强产品竞争力和品牌影响力, 洗衣机业务稳步推进, 市占率提升明显, 一季度实现收入 10.5 亿, 同比增 1.2%, 实现逆势增长。

3. 国家适时推出新一轮补贴政策, 主要针对高效家电产品进行补贴。新政将刺激下游需求, 提升行业景气度, 下游需求不悲观。

公司洗衣机技术源自日本三洋, 产品定位较高, 目前洗衣机产品基本在 2 级能效以上, 1 级能效洗衣机占比约 40%, 变频洗衣机约占 30%, 滚筒洗衣机约占 25%, 高端洗衣机领域居行业前列。洗衣机产品毛利率高达 35%, 显著高于国内同行。

预计高效洗衣机每台补贴 200-300 元。2011 年公司实现洗衣机销量 315 万台, 其中约 120 万台为 1 级能效, 直接受益新政补贴政策。补贴细则出来后会对公司业绩增长产生实质性推动。粗略估算, 预计新政补贴将贡献公司 2012 年 EPS 约 0.1 元, 贡献 2013 年 EPS 0.2 元左右。

4. 公司积极进取, 2011 年末重新制定“532”新发展战略, 计划 2012 年起, 五年内实现 200 亿收入目标。目前公司增长势头正旺, 政策刺激下行业景气度逐步提升, 有利于公司抓住机遇, 实现增长突破。

(1) 公司品牌借力三洋, 逐渐培养自有品牌的市场知名度和影响力。三洋品牌在 2013 年到期后, 后续签是大概率事件。并已开始培养自有品牌, 启用“帝度”品牌, 同时覆盖洗衣机、冰箱产品, 定位高端; “怡上”品牌, 未来用于覆盖家用小电产品。此外, 2012 年 5 月, 公司接管“荣事达”品牌管理权, 未来将主导与小天鹅的关于“荣事达”品牌使用权的谈判。

(2) 公司积极布局变频电机业务, 完善产业链上游, 强化公司在高端洗衣机上竞争优势。同时, 随着产能释放, 富余产量对外销售, 预计 2012 年电机将贡献收入 1.5 亿元左右, 贡献业绩 0.03 元左右。公司同时受益国家 16 亿元支持推广高效电机政策。

(3) 冰箱 2012 年销售放量预计贡献收入 8 亿元, 2013 年贡献利润, 预计贡献 0.6 亿元左右。未来公司多品类扩张(冰箱、生活电器和核心部件)将不断推动公司稳健增长。

5. 按照“532”战略规划, 产品线和品牌线全面扩张, 未来有较大资金需求。公司去年 3 月启动定向增发, 已获得证监会无条件通过, 但由于底价过高(12.18 元), 增发未能成功。随着公司各项业务拓展推进, 未来应该会有进一步融资需求, 不排除重启增发的可能。

### 主要预测与投资建议:

综合考虑, 预计公司 2012/2013 年收入分别为 51 亿和 67 亿元, 同比分别增长 31% 和 32%。不考虑补贴影响, 净利润分别增长 21% 和 26%, 达 3.9 亿和 4.9 亿元, EPS 分别为 0.73 元和 0.92 元。假设新政补贴下半年开始执行, 针对高效洗衣机每台补贴 200-300 元, 预计 2012/2013 年 EPS 分别达 0.83 元和 1.10 元。公司目前股价相对 2012 年 PE (不考虑补贴因素) 在 12 倍左右, 给予“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂:

公司洗衣机产品目前增长势头正旺, 高效洗衣机占比领先行业, 未来可能的催化剂:

1. 洗衣机补贴细则落实; 2. 未来如果公司宣布重启增发。

### 主要风险因素:

宏观经济低迷, 消费需求不振。

## 目录

<b>一、公司简介:</b>	<b>3</b>
(一) 公司基本情况	3
(二) 公司股权结构	3
<b>二、2011 年公司经营情况:</b>	<b>4</b>
(一) 2011 年收入增长 27.6%，净利增长 6.4%	4
(二) 收入结构拆分	6
(三) 产品结构持续优化，毛利率大幅提升	6
(四) 费用率上升影响 2011 年盈利能力	7
<b>三、2012 年一季度经营情况及近期发展</b>	<b>8</b>
(一) 2012 年一季度经营情况	8
(二) 近期发展情况	10
<b>四、洗衣机行业情况简介:</b>	<b>10</b>
(一) 总量小幅增长，2012 年增速减缓	10
(二) 家电新政将进一步推动行业产品结构优化	11
(三) 品牌格局	13
<b>五、公司投资看点:</b>	<b>13</b>
(一) 积极进取，“532”战略规划孕育新发展	13
(二) 洗衣机业务稳步推进，一季度实现逆势增长，市场份额提升明显，未来增长值得期待	14
(三) 洗衣机高能效产品占比高，受益政策激励	15
(四) 产业链纵向整合，变频技术领先	15
(五) 借力三洋，培养自有品牌	16
(六) 多品类拓展增长点，冰箱 2012 年销售放量，2013 年贡献利润	17
(七) 合肥制造产业配套完善，营商环境良好，发挥区域优势	18
(八) 增发可能择时重启，有利于公司扩充资本，提升竞争力，加快增长速度	18
<b>六、盈利预测及估值:</b>	<b>19</b>
<b>七、风险提示:</b>	<b>20</b>
<b>附表:</b>	<b>20</b>

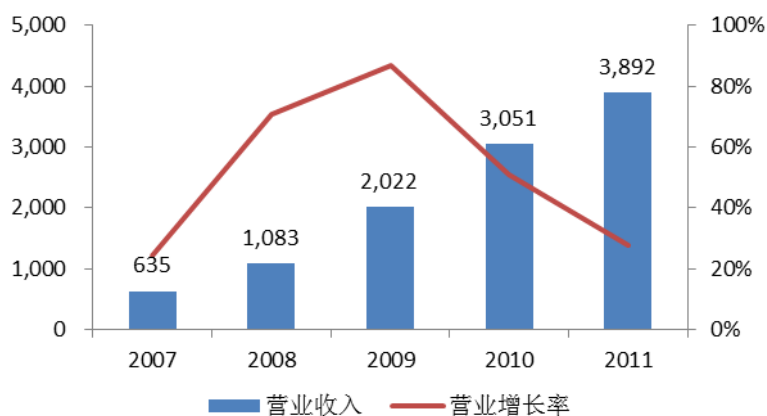
## 一、公司简介:

### (一) 公司基本情况

公司成立于 1994 年, 2000 年开始引入日资三洋电机株式会社, 借助日本三洋技术, 发展洗衣机以及变频电机业务, 已成为国内最大的人工智能模糊控制洗衣机和洗衣机用变频电机及控制器生产基地。公司主营收入从 2007 年 6 亿元增长到 2011 年 39 亿元, 过往 4 年复合增长 57.4%, 净利润 3.2 亿元, 过往 4 年复合增长 47.4%, 是国内增长最快的洗衣机企业。

公司主营业务以洗衣机为主, 洗衣机收入占公司总收入 94%, 2011 年实现销量 315 万台, 其中内销 262 万台, 市场份额 7.2%; 出口 53 万台。2011 年末, 公司制定 5 年新发展战略, 计划 200 亿收入目标, 并将主业从目前洗衣机为绝对主体, 拓展到集白电 (洗衣机、冰箱)、生活电器以及核心部件为一体的综合性家电业务。

图 1: 公司收入规模增长 (单位: 百万, %)

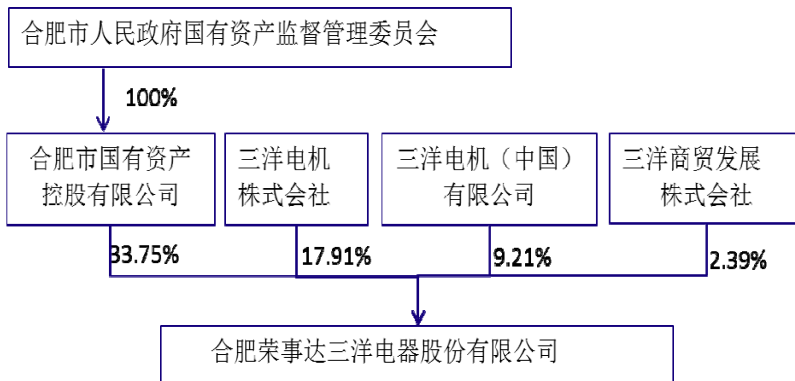


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### (二) 公司股权结构

2000 年改制为外商投资股份有限公司, 公司实际控制人合肥国资委, 持有公司 33.57% 股权。另外, 三洋合计持有公司 29.51% 股权, 三洋公司也介入公司经营管理工作。

图 2: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 二、2011 年公司经营情况:

### (一) 2011 年收入增长 27.6%，净利增长 6.4%

2011 年全年, 公司实现收入 38.9 亿元, 同比增长 27.6%; 归属母公司净利润 3.2 亿元, 同比增长 6.4%, 全年 EPS 0.60 元。

2011 年公司洗衣机销量 315 万台, 市占率 5.7%, 同比提升 1.1 个百分点; 国内市场市占率 7.2%, 同比提升 1.2 个百分点, 居内资品牌第三。2011 年公司实现收入 35.5 亿元, 洗衣机业务同比增长 28.5%, 远高于主要竞争对手 (海尔 2011 年洗衣机增长 5.9%, 小天鹅洗衣机业务下滑 1.8%)。

表格 1: 主要洗衣机公司收入增长对比 (单位: 亿元, %)

	海尔	合肥三洋	小天鹅
2011 年			
洗衣机	122.1	35.5	96.4
其他	614.5	3.4	13.4
营业收入合计	736.6	38.9	109.8
洗衣机同比增长	5.9%	28.8%	-1.8%
营业收入同比增长	21.6%	27.6%	-2.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2011 年, 公司高端洗衣机占比提升, 产品结构进一步优化, 综合毛利率提升 2 个百分点达 35.3%。同时, 公司加大品牌推广力度, 造成销售费用率同比增长 4 个百分点达 21.2%。综合形成净利率 8.3%, 相比 2010 年下降 1.6 个百分点。

**表格 2: 2011 年利润表各项比较 (单位: 百万, %)**

科目(单位: 百万)	2011 年	2010 年	同比
一、营业总收入	3,892	3,051	27.6%
二、营业总成本	3,548	2,726	30.2%
其中: 营业成本	2,519	2,040	23.5%
<i>毛利率(简单测算)</i>	<i>35.3%</i>	<i>33.1%</i>	<i>2.17%</i>
营业税金及附加	16	3	
销售费用	826	527	56.8%
<i>销售费用率</i>	<i>21.2%</i>	<i>17.3%</i>	<i>4.0%</i>
管理费用	174	146	19.4%
<i>管理费用率</i>	<i>4.5%</i>	<i>4.8%</i>	<i>-0.3%</i>
财务费用	-7	-1	
资产减值损失	21	11	
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	344	325	6.0%
加: 营业外收入	27	25	9.9%
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	371	349	6.2%
减: 所得税费用	50	47	5.2%
<i>综合所得税率</i>	<i>13.4%</i>	<i>13.5%</i>	<i>-0.1%</i>
五、净利润	321	302	6.3%
归属于母公司净利润	321	302	6.3%
<i>净利润率</i>	<i>8.3%</i>	<i>9.9%</i>	<i>-1.6%</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:	0.60	0.57	
<i>毛利率减销售费用率</i>	<i>14.1%</i>	<i>15.9%</i>	<i>-1.8%</i>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部



## (二) 收入结构拆分

2011年，公司实现洗衣机销售 35.6 亿元，同比增长 28.8%，洗衣机收入占总收入 94%，是公司主要收入来源。微波炉销售规模 1.3 亿元，占总收入 3.4%，公司新业务电机制造，主要为本身电器制作做配套，富余产量对外销售，2011 年对外销售 1 亿元，同比增长 18%。

表格 3: 2011 年收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2011)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2010)	收入占比 构成
洗衣机	3,555	94.1%	28.8%	2761	92.5%
微波炉	127	3.4%	-10.8%	143	4.8%
电机	97	2.6%	18.0%	82	2.8%
合计	3,779	100.0%	26.6%	2,985	100.0%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

多年来，公司立足国内市场，稳步拓展海外。2011 年实现内销收入 32 亿元，同比增长 20%。实现出口收入 5.5 亿元，同比大幅增长 84.3%，占比从 2010 年 9.9% 提升到 14.5%。

出口大幅增长，一方面返销日本洗衣机大幅增长，返销日本 OUT-IN 洗衣机 30 万台创历史新高（海尔收购三洋东南亚业务后，公司向海尔对接，销量不降反增）；另一方面，下半年出口产品价格有所提升，其中销往日本产品价格提升 9% 左右，价格提升也是出口收入大幅增长的重要原因。

表格 4: 2011 年收入分地区 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2011)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入 (2010)	收入占比构成
国内	3,233	85.5%	20.2%	2689	90.1%
国外	546	14.5%	84.3%	296	9.9%
合计	3,779	100.0%	26.6%	2,985	100.0%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

## (三) 产品结构持续优化，毛利率大幅提升

2011 年，公司毛利率提升 2.3 个百分点，主要由于国内洗衣机产品结构优化效果显著，毛利率提升明显。高端洗衣机产品上占比持续提升，从 2010 年 16% 左右提升到 2011 年 30% 左右，滚筒占比达 25%，行业内领先。高端品有较高毛利率，收入增长同时，毛利率也大幅度提升。

**表格 5: 2011 年毛利率分产品 (单位: %)**

分产品	毛利率 (2011)	毛利率 (2010)	毛利率同比
洗衣机	36.9%	34.1%	2.8%
微波炉	21.6%	26.3%	-4.7%
电机	17.6%	29.0%	-11.4%
合计	35.9%	33.6%	2.3%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

**表格 6: 2011 年毛利率分地区 (单位: %)**

分地区	毛利率 (2011)	毛利率 (2010)	毛利率同比
国内	39.7%	35.7%	4.0%
国外	13.1%	14.3%	-1.3%
合计	35.9%	33.6%	2.3%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

公司洗衣机源自日本三洋技术, 产品定位较高, 凭借三洋品牌影响力和美誉度, 在高端洗衣机领域居行业前列。公司洗衣机产品能效基本达到 2 级及以上, 1 级能效产品约占 40%, 变频洗衣机约占 30% 左右, 滚筒占比 25% 左右, 高端洗衣机占比领先。形成公司较高毛利率, 洗衣机产品毛利率高达 35%, 显著高于国内同行。

**表格 7: 主要洗衣机品牌毛利率对比 (单位: 亿元, 万台, %)**

	海尔	合肥三洋	小天鹅
洗衣机 (亿元)	122	36	96
主营收入 (亿元)	737	39	110
2011 年 洗衣机销量 (万台)	1294	1090	315
洗衣机毛利率 (%)	28.9%	36.9%	17.6%
主营业务毛利率 (%)	23.40%	35.90%	17.60%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

#### (四) 费用率上升影响 2011 年盈利能力

2011 年, 公司加大品牌推广力度, 造成销售费用率同比增长 4 个百分点达 21.2%。综合形成净利率 8.3%, 同比下降 1.6 个百分点。

品牌建设和推广短期虽然会带来公司费用增长, 但有利于公司加强中长期竞争力, 提升品牌知名度和认可度, 为企业后续增长奠定良好基础。



**表格 8：2011 年销售费用拆解（单位：百万，%）**

项目（百万）	本期发生额	上期发生额	同比增长
促销费	336	191	76.2%
运输费	114	80	43.4%
市场建设费	88	34	154.6%
职工薪酬	84	48	76.4%
售后服务费	64	43	48.5%
广告费	24	51	-54.0%
出口费用	23	17	34.3%
租赁费	23	21	8.4%
差旅费	23	14	65.9%
业务费	21	15	40.2%
办公费	14	7	101.2%
维修费	7	2	324.0%
其他	6	4	29.5%
合计	826	527	56.8%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

### 三、2012 年一季度经营情况及近期发展

#### （一）2012 年一季度经营情况

2012 年一季度，受宏观经济影响，以及家电下乡政策退出等因素影响，在去年高基数下，洗衣机需求增长乏力，国内洗衣机行业销售疲软。公司凭借较强产品力，在行业需求不足下，实现逆势增长。2012 年一季度，公司实现收入 10.5 亿元，同比增长 1.2%。而同行业小天鹅，一季度收入大幅下滑 57.5%。

**表格 9：主要洗衣机公司收入增长对比（单位：亿元，%）**

		海尔	合肥三洋	小天鹅
2011 年	洗衣机	122.1	35.5	96.4
	其他	614.5	3.4	13.4
	营业收入合计	736.6	38.9	109.8
	<b>洗衣机同比增长</b>	<b>5.9%</b>	<b>28.8%</b>	<b>-1.8%</b>
	<b>营业收入同比增长</b>	<b>21.6%</b>	<b>27.6%</b>	<b>-2.0%</b>
2012Q1	主营业务合计	186.9	10.5	16.3
	<b>同比增长</b>	<b>6.6%</b>	<b>1.2%</b>	<b>-57.5%</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表格 10: 2012 年一季度利润表各项比较 (单位: 百万, %)**

科目(单位: 百万)	2012Q1	2011Q1	同比
一、营业总收入	1,047	1,035	1.2%
二、营业总成本	940	928	1.2%
其中: 营业成本	696	683	1.9%
<b>毛利率(简单测算)</b>	<b>33.5%</b>	<b>34.0%</b>	<b>-0.43%</b>
营业税金及附加	6	10	
销售费用	190	190	0.4%
<b>销售费用率</b>	<b>18.2%</b>	<b>18.3%</b>	<b>-0.2%</b>
管理费用	48	47	2.0%
<b>管理费用率</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.6%</b>	<b>0.0%</b>
财务费用	-1	-2	
资产减值损失	0	0	
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	108	107	1.0%
加: 营业外收入	1	1	-38.7%
减: 营业外支出	0	0	
四、利润总额	108	107	0.9%
减: 所得税费用	16	16	5.7%
<b>综合所得税率</b>	<b>15.2%</b>	<b>14.5%</b>	<b>0.7%</b>
五、净利润	92	92	0.1%
归属于母公司净利润	92	92	0.1%
<b>净利润率</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.9%</b>	<b>-0.1%</b>
少数股东损益	0	0	
<b>少数股东损益占比</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
六、总股本	533	533	
七、按期末股数简单每股收益:	0.17	0.17	
<b>毛利率减销售费用率</b>	<b>15.4%</b>	<b>15.6%</b>	<b>-0.3%</b>

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## （二）近期发展情况

（1）2012年4、5月份，公司洗衣机增长销量10%左右，市场份额进一步提升。

（2）2011年末，公司冰箱产品开始全国铺货。2012年以来，冰箱产品拓展迅速：

冰箱一期已基本达产，目前月产量在4万台左右，冰箱二期在下半年开始投产，建成后将新增产能两倍以上。

市场拓展迅猛，目前已完成三四级市场的全国性铺货。冰箱产品高起点运作，产品技术、工艺以及设计等，融合日系产品的精细化和高端化，得到经销商支持。2012年已完成约30万台出货。

（3）电机业务方面，公司开始向小天鹅、海尔等洗衣机厂商供货实验，目前进展顺利。预计下半年开始进行小批量供货试生产。

（4）家电下乡公司受益最大的是完成了网点铺设。经过2010年和2011年两年建设，公司目前全国网点28000个，其中连锁网点3000个。

公司还积极加强电子商务渠道建设，2011年实现过亿收入，2012年收入目标3亿元。

出口方面，通过前期为出口三洋代工的积累，公司与海外经销商接洽，建立了良好的长期关系，产品品质的口碑逐渐建立。一方面，吸引惠而浦和伊莱克斯等新订单；另一方面，已有部分“帝度”自有品牌产品出口，未来公司还将扩大自有品牌国际化推广。

（5）2012年，公司继续加大品牌宣传和推广力度，新品牌“帝度”的“冰箱玫瑰”版广告已在央视以及主流媒体中播放。品牌建设和推广短期虽然会带来公司费用增长，但有利于公司加强中长期竞争力，提升品牌知名度和认可度，推动公司长期可持续发展。

## 四、洗衣机行业情况简介：

### （一）总量小幅增长，2012年增速减缓

总体上看，过往几年洗衣机市场，从2005年2741万台，增长到2011年5579万台，增长一倍多，年复合增长12%。其中，内销市场也保持稳定快速增长，特别是2010年受家电下乡政策刺激，增长28%。

根据产业在线统计数据，2011年我国洗衣机实现总销量5579万台，同比增长9.8%，其中内销3640万台，同比增长7.4%，出口增长1938万台，同比增长14.5%。

2012年一季度，全行业实现总销量1400万台，同比增长1%，其中内销920万台，同比下滑6.2%，出口480万台，同比增长18.2%。

**表格 11: 我国洗衣机行业年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)**

1-3月累计	销量	其中内销	其中出口	内销占比	出口占比
2012年	1400	920	480	66%	34%
<b>同比增长</b>	<b>1.0%</b>	<b>-6.2%</b>	<b>18.2%</b>		
2011年	1387	981	406	71%	29%
<b>全年数据</b>					
2011年	5579	3640	1938	65%	35%
<b>同比增长</b>	<b>9.8%</b>	<b>7.4%</b>	<b>14.5%</b>		
2010年	5082	3390	1693	67%	33%
<b>同比增长</b>	<b>28.79%</b>	<b>28.10%</b>	<b>30.25%</b>		
2009年	3946	2646	1300	67%	33%
<b>同比增长</b>	<b>5.3%</b>	<b>11.0%</b>	<b>-4.8%</b>		
2008年	3,748	2,384	1,366	64%	36%
<b>同比增长</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.8%</b>	<b>9.9%</b>		

数据来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

受宏观经济影响, 2012年国内洗衣机市场增长乏力, 国家适时推出新一轮补贴政策, 主要针对高效家电产品进行补贴, 通过政策补贴引导节能产品消费, 促进行业结构调整。

政策刺激下, 短期能够有效提振家电消费信心。中长期看, 政策引导高效产品消费, 能够加快高效节能产品生产装置升级改造, 有利于加快“节能减排全民行动”。对未来行业发展起到良好引导作用:

- 1) 城镇化进程推进, 引导新增家电的消费向节能方向转变;
- 2) 城镇家庭原有家电的更新换代更会促进更多的中高端家电消费
- 3) 农村市场普及度提高以及农村消费结构的升级, 将会快速增加农村节能家电消费

## (二) 家电新政将进一步推动行业产品结构优化

过往几年, 洗衣机行业产品结构不断优化, 滚筒、全自动等高端产品占比逐步提升。特别是国内市场, 消费升级特征明显。目前国内市场波轮洗衣机中, 双缸除局部四线城市有部分销量外, 大部分已升级为全自动洗衣机。

高端产品, 滚筒洗衣机占比提升明显。2011年滚筒洗衣机实现销量 1221 万台, 同比增长 11%, 占洗衣机总销量 22%。其中, 内销 561 万台, 同比增长 25%, 滚筒内销占洗衣机内销比重提升 2 个百分点, 达 15%。

**表格 12: 滚筒洗衣机销量及占比 (单位: 万台, %)**

滚筒洗衣机	销量	内销	出口
2012Q1 累计	300.8	147.3	153.5
同比	-6%	-14%	3%
<b>占比</b>	<b>21%</b>	<b>16%</b>	<b>32%</b>
全年数据	销量	内销	出口
2011 年	1221.2	561.0	660.4
同比	11%	25%	1%
<b>占比</b>	<b>22%</b>	<b>15%</b>	<b>34%</b>
2010 年	1100.9	450.1	653.0
同比	54%	53%	55%
<b>占比</b>	<b>22%</b>	<b>13%</b>	<b>39%</b>
2009 年	713.6	293.4	420.2
同比	2%	15%	-5%
<b>占比</b>	<b>18%</b>	<b>11%</b>	<b>32%</b>
2008 年	699.0	255.1	443.9

数据来源: 产业在线, 中国银河证券研究部

2012 年家电新政, 主要针对一、二级高能效洗衣机进行补贴。目前我国洗衣机等效等级分为 5 级。变频洗衣机节能效果显著, 基本达到一级等效标准。新政推出, 将进一步推动行业产品结构优化, 加快洗衣机变频化的普及和推广速度。

**表格 13: GB 12021.4-2004 电动洗衣机耗电量限定值及能源效率等级**

洗衣机能效等级	波轮式洗衣机			滚筒式洗衣机		
	耗电量/ (kWh/cycle/kg)	用水量/ (L/cycle/kg)	洗净比	耗电量/ (kWh/cycle/kg)	用水量/ (L/cycle/kg)	洗净比
1	≤0.012	≤20	≥0.90	≤0.19	≤12	≥1.03
2	≤0.017	≤24	≥0.80	≤0.23	≤14	≥0.94
3	≤0.022	≤28		≤0.27	≤16	
4	≤0.027	≤32	≥0.70	≤0.31	≤18	≥0.70
5	≤0.032	≤36		≤0.35	≤20	

数据来源: 中国国家标准化管理委员会, 中国银河证券研究部

### (三) 品牌格局

图 3: 2011 年分品牌总销量占比 (单位: %)

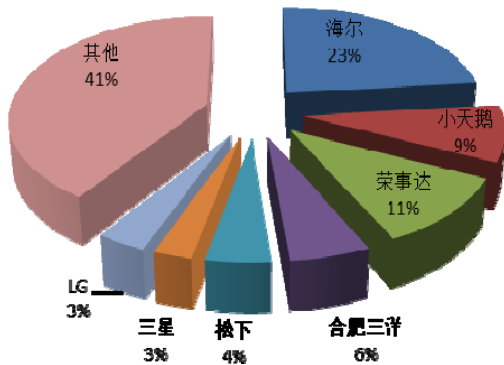
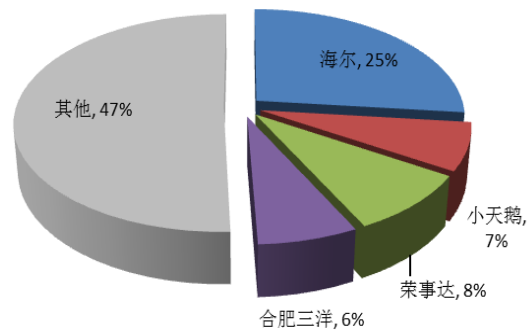


图 4: 2012Q1 分品牌总销量占比 (单位: %)



数据来源: 产业在线, 中怡康, 中国银河证券研究部

洗衣机行业竞争格局来看, 目前外资品牌西门子、伊莱克斯等拥有 30% 以上市场份额。内资品牌中, 海尔、美的、合肥三洋, 市占率居前。产业在线数据披露, 2011 年, 海尔实现洗衣机总销量 1294 万台, 同比增长 10.7%, 市占率 23%; 美的系洗衣机销量 1090 万台, 同比增长 9.3%, 市占率 20%。合肥三洋实现销量 315 万台, 同比增长 26.3%, 市占率 5.7%。

2012 年一季度, 海尔实现总销量 348 万台, 同比增长 6.7%, 市占率 24.9%, 提升 1.4 个百分点。美的系一季度总销量 207 万台, 同比减少 31.6%, 市占率 14.8%, 同比下滑 7 个百分点。

合肥三洋一季度总销量 79 万台, 同比增加 19.4%, 市占率 5.7%, 同比提升 1.1 个百分点。内外销分别实现销量 65 万台, 同比增长 23%, 出口实现销量 14 万台, 同比增长 3.7%。

2012 年一季度下游需求不足, 行业增长乏力。但由于行业主要竞争对手美的系主动进行战略转型, 更加强调风险控制, 加大渠道库存清理, 厂商出货量下降, 短期让出部分市场份额, 海尔、合肥三洋等具备较强产品类行业龙头, 市场份额有所提升。

## 五、公司投资看点:

### (一) 积极进取, “532” 战略规划孕育新发展

2011 年, 公司营收和净利相比 2008 年实现翻三番, 顺利完成 2008 年制定的“335”战略目标。2011 年末, 公司又重新制定“532”新发展战略, 计划 2012 年起, 五年内实现 200 亿收入目标。

同时, 公司制定 2012 年经营目标: 计划全年实现销售收入实现 50 亿元, 净利润 3.6 亿元, 同比分别增长 28.5% 和 12.5%。考虑到冰箱产品还处在市场推广阶段 (50 万台处在相对盈亏平衡点), 营收目标假设冰箱产品无盈利, 目标制定相对保守。



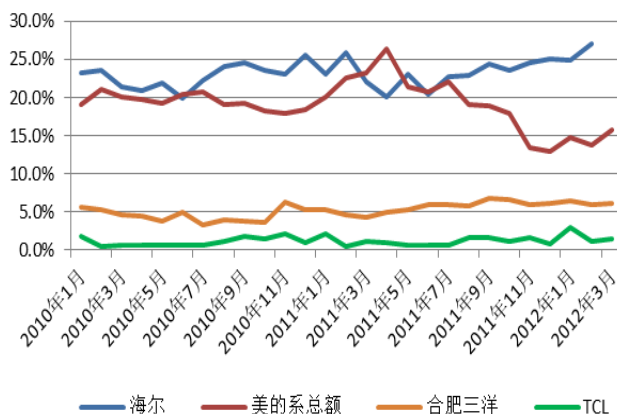
公司过去 3 年较高的战略目标顺利完成，新五年战略规划又提出更高的增长目标，反映出公司积极进取的管理风格和企业文化。目前公司增长势头正旺，政策刺激下行业景气度逐步提升，有利于公司抓住机遇，实现增长突破。

## （二）洗衣机业务稳步推进，一季度实现逆势增长，市场份额提升明显，未来增长值得期待

受宏观经济影响，2012 年国内洗衣机市场增长放缓。国家适时推出新一轮补贴政策，主要针对高能效家电产品进行补贴，通过政策补贴引导节能产品消费，促进行业结构调整。新政实施，能够提振家电消费市场信心，提升行业景气度。政策刺激下，下游需要有望逐步恢复增长，行业需求不必过分悲观。

2012 年一季度，公司在行业下游需求不景气背景下，实现逆势增长。一季度公司实现总销量 79 万台，同比增加 19.4%，市占率 5.7%，同比提升 1.1 个百分点。内外销分别实现销量 65 万台，同比增长 23%，出口实现销量 14 万台，同比增长 3.7%。

图 5：洗衣机内资品牌市占率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2012 年以来，洗衣机行业虽然受宏观经济以及政策退出等因素影响，增长放缓。但主要竞争对手美的战略收缩，让出部分市场份额，公司凭借较强产品力抢占部分份额，实现逆势增长。

新的一年，公司还将持续加大渠道建设和品牌建设力度，实现洗衣机业务稳步推进：

（1）2011 年末，公司针对一二级市场，推出“帝度”高端品牌，同时加大变频以及滚筒洗衣机收入占比，进一步优化产品结构，推动高端产品市场收入增长。目前公司部分洗衣机产品已通过“帝度”品牌出货，预计 2012 年新增“帝度”洗衣机 3 亿左右收入。

（2）2012 年，公司还将继续加大三四级市场渠道下沉，渠道拓展带动洗衣机收入增长 3 亿元左右。

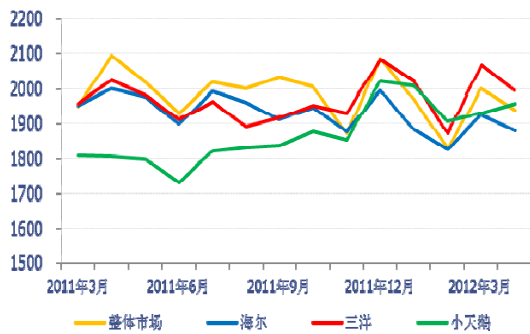
（3）新一轮家电新政，针对高能效洗衣机产品进行补贴，公司高能效洗衣机占比较高，2011 年约占 80%，2012 年还在逐步提高，政策补贴受惠明显。

### （三）洗衣机高效产品占比高，受益政策激励

2011年，公司洗衣机销量约315万台，其中变频洗衣机约占30%（滚筒洗衣机占洗衣机总量25%，行业领先）。按照国家现有洗衣机能效标准，公司洗衣机基本在2级以上能效，其中1级能效洗衣机约占40%。公司高效产品占比高，居行业领先。

相比主要竞争对手，公司在高端产品上占比较高，也是公司拥有较高均价和较高毛利率主要原因。

图6：洗衣机内资品牌均价走势（单位：元/台）



资料来源：产业在线，中怡康，中国银河证券研究部

新一轮家电补贴政策，主要以高效产品为补贴对象。并强调，实施能效“领跑者”制度，对达到“领跑者”能效指标的超高效产品设立较高补贴标准。

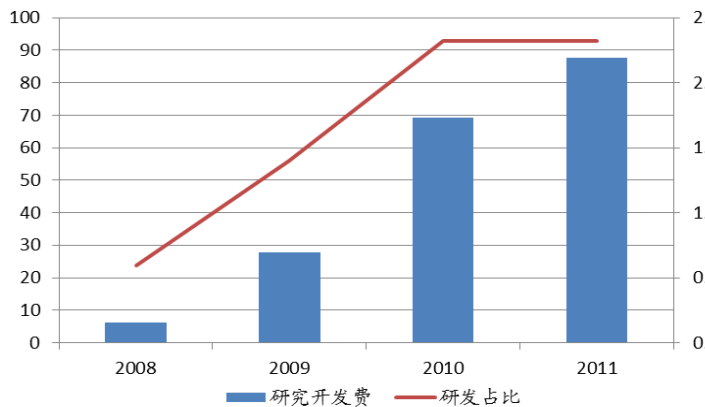
预计对高效洗衣机每台补贴200-300元。公司高效洗衣机产品占比高，将直接受益新政补贴政策。补贴细则出来会对公司业绩增长产生实质性推动。

粗略估算，2011年公司实现洗衣机销量315万台，其中约120万台为1级能效洗衣机，180万台为2级能效。假设1级补贴200元，预计将贡献2012年EPS 0.10元，2013年EPS 0.17元；假设1级补贴300元，预计将贡献2012年EPS 0.16元，2013年EPS 0.2元。

### （四）产业链纵向整合，变频技术领先

公司重视研发，研发投入比例持续提升，2011年，公司研发投入0.9亿元，研发费用占收入比重2.3%。近三年，公司共获得各类核心专利30余项；2011年公司技术中心共完成新产品开发项目86项，申报专利101项，其中发明专利11项，变频洗衣机荣获“2011中国家用电器创新奖”和“2011年度变频洗衣机领军品牌”。

图 7：公司研发支出及占比（单位：百万，%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司 2009 年投建南岗机电产业园，开始研发变频电机和变频洗衣机，是国内第一家自主研发出变频电机技术，并最早将变频技术广泛应用于洗衣机的企业之一。也是业内极少数的自用自产电机的厂商，是参与变频标准的起草、制订的唯一洗衣机厂商。

变频家电技术核心集中在变频电机应用技术上，与定速电机相比，变频电机的节能潜力更大，可比传统电机节能 30% 以上。目前公司变频洗衣机均达一级能效标准。

2010 年中，公司南岗机电产业园项目一期建成并开始投产，变频电机产能已达 200 万套，实现了变频电机及变频控制器的规模化制造，积极布局产业链上游，将对公司高效洗衣机业务产生有利推动。

2011 年产量约 150 万套，其中变频电机约占 50%，主要以自供为主。公司规划未来变频电机规模将达 1000 万套。洗衣机变频化趋势下，电机需求逐步释放，随着公司电机逐步达产，公司电机业务还将实现对外销售，给公司带来收入和利润贡献。预计 2012 年电机将贡献收入 1.5 亿元左右，贡献业绩 0.03 元左右。

此轮新政，同时安排 16 亿元支持推广高效电机。公司作为国内唯一一家拥有电机配套的洗衣机厂商，受益更加明显。

### （五）借力三洋，培养自有品牌

公司目前所使用三洋品牌在 2013 年到期后，后续签是大概率事件。国内市场受影响不大。但考虑到三洋在家电市场（国际号召力）影响力下降，已开始培养自有品牌。

2011 年 11 月发布了国际化自主新品牌“DIQUA 帝度”，同时覆盖洗衣机、冰箱产品，定位高端，融合日系产品工艺、制造精细化，高起点运作。

同时，公司自有品牌“怡上”，未来用于覆盖家用小电产品（空气净化器等）。

此外，2012年5月，公司接管“荣事达”品牌管理权。目前“荣事达”品牌由荣事达集团授予小天鹅有偿使用，将于2013年到期。到期后，将由荣事达主导与小天鹅的谈判，处理是否继续将荣事达品牌授权给小天鹅。相信谈判结果将更有利于荣事达。

## （六）多品类拓展增长点，冰箱 2012 年销售放量，2013 年贡献利润

2011年3月份公司正式建设冰箱项目，经过9个月建设，目前冰箱一期已投入生产，目前月产量在4万台左右，2012年已完成约30万台出货。预计2012年公司冰箱产品收入8亿元左右。

冰箱业务拓展迅猛，目前已完成三四级市场的全国性铺货。冰箱产品高起点运作，产品技术、工艺以及设计等，融合日系产品的精细化和高端化，得到经销商支持。

帝度品牌目前已建有7个系列，100多个型号，产品线日渐丰富。全部冰箱均在2级以上，1级居多。产品在系统保鲜力、持久运行的稳定性以及绿色环保等多项性能上，领先行业，成功签约成为中国南北极科考队的指定专用产品。

2012年冰箱产品主要以销售放量为主，2013年后，随着规模效应发挥，预计贡献利润0.6亿元左右，贡献EPS 0.1元左右。

图 8：帝度对开门冰箱



图 9：帝度多门冰箱



资料来源：中国银河证券研究部

按照“532”战略规划，未来公司经营业务将拓展到综合性家电产品，涵盖业务包括，白电：洗衣机 800 万台，冰箱 400 万台；生活电器：微波炉、智能洁身器、空气净化器等新型智能生活电器产品 600 万台；核心部件：变频控制系统等 1000 万台套。

公司多元化战略下，通过共享资源，将最大化发挥规模效应，提升经营效率，不断充实和拓展增长点，推动公司稳定、快速增长。

### （七）合肥制造产业配套完善，营商环境良好，发挥区域优势

合肥地区在东部制造转移过程中，承接了制造产业集群的角色。合肥政府以开放的心态、积极的政策，吸引了制造业核心配套及成熟技工人才，为合肥三洋等制造类企业建立了良好的营商环境。

1. 鼓励核心配套，通过互惠互利，降低企业综合成本。合肥政府为鼓励制造主厂引进配套厂商，给予一定政策补贴。

2. 政府主导，成立职业技术学院，加强产业成熟技术工人的配套培训。

3. 合肥政府出面，挂牌国家级检测中心，今年开始运作。国家级检测中心落地，极大的方便企业进行新品检测，节省企业检测成本，加快新品推出市场速度。

目前，合肥地区已成为家电制造，中部地区重要产业集群。集结了包括格力、美的、海尔、合肥三洋、美菱电器等主流家电制造企业，产业链配套齐全，为公司充分利用区域优势，发挥配套优势，提供了保障。

### （八）增发可能择时重启，有利于公司扩充资本，提升竞争力，加快增长速度

按照“532”战略规划，为实现未来五年收入 200 亿目标，公司将加强品牌建设，加大品类拓展，丰富产品线，进一步完善产业链配套。这都需要较强的资金支持，公司未来有较大资金需求。

公司在 2011 年 3 月，已启动定向增发预案，增发底价 12.18 元，拟定向增发 1 亿股本，拟募集预计 12 亿用于年产 500 万台洗衣机技改项目和年产 1000 万台变频电机及控制系统技改扩建项目。（预案计划，通过对洗衣机生产线的技改，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。）

2011 年 4 月和 9 月，增发议案分别获得合肥国资委和证监会无条件通过。受多种因素影响，至 2012 年 3 月 19 日增发批文到期时，公司股价低于增发底价，增发未能成功。

截止 2012 年 3 月底，公司净资产 14 亿元，如果公司增发实施，将对公司资本实力形成有力扩充，有利于公司进一步优化产品结构，扩大新业务规模，提升公司竞争力。目前公司 PB 在 3.5 倍左右，PB 处在较高水平。高 PB 增发，对公司摊薄较少，对公司 ROE 影响不大。



## 六、盈利预测及估值:

综合考虑,预计公司 2012/2013 年收入分别为 51 亿和 67 亿元,同比分别增长 31%和 32%。不考虑补贴影响,净利润分别增长 21%和 26%,达 3.9 亿和 4.9 亿元, EPS 分别为 0.73 元和 0.92 元。假设新政补贴下半年开始执行,针对高效洗衣机每台补贴 200-300 元,预计 2012/2013 年 EPS 分别达 0.83 元和 1.10 元。公司目前股价相对 2012 年 PE (不考虑补贴因素) 在 12 倍左右,给予“推荐”评级。

表格 14: 盈利预测 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E
<b>一、营业总收入</b>	<b>3,051</b>	<b>3,892</b>	<b>5,103</b>	<b>6,725</b>
营业收入增长率	50.9%	27.6%	31.1%	31.8%
<b>二、营业总成本</b>	<b>2,726</b>	<b>3,548</b>	<b>4,687</b>	<b>6,185</b>
其中: 营业成本	2,040	2,519	3,324	4,390
毛利率(简单测算)	33.1%	35.3%	34.9%	34.7%
营业税金及附加	3	16	21	27
销售费用	527	826	1100	1456
销售费用率	17.3%	21.2%	21.6%	21.7%
管理费用	146	174	235	312
管理费用率	4.8%	4.5%	4.6%	4.6%
财务费用	-1	-7	-2	-10
资产减值损失	11	21	10	10
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其它	-0	0	0	0
<b>三、营业利润</b>	<b>325</b>	<b>344</b>	<b>416</b>	<b>539</b>
加: 营业外收入	25	27	35	31
减: 营业外支出	0	0	2	3
<b>四、利润总额</b>	<b>349</b>	<b>371</b>	<b>449</b>	<b>567</b>
减: 所得税费用	47	50	60	77
综合所得税率	13.5%	13.4%	13.5%	13.5%
<b>五、净利润</b>	<b>302</b>	<b>321</b>	<b>389</b>	<b>491</b>
归属于母公司净利润	302	321	389	491
净利润率	9.9%	8.3%	7.6%	7.3%
少数股东损益	0	0	0	0
少数股东损益占比	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>七、按期末股数简单每股收益:</b>	<b>0.57</b>	<b>0.60</b>	<b>0.73</b>	<b>0.92</b>
净利润增长率	46.2%	6.3%	21.0%	26.2%

资料来源: 中国银河证券研究部



## 七、风险提示:

宏观经济低迷, 消费需求不振。

### 附表:

表格 15: 收入季度增长 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	营业收入	1,047				1,047
	同比增长率	1.2%				
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%
2010 年	营业收入	765	646	706	934	3,051
	占全年比例	25.1%	21.2%	23.1%	30.6%	100.0%
	同比增长率	90.1%	74.7%	33.3%	29.7%	50.9%
2009 年	营业收入	402	370	530	720	2,022
	占全年比例	19.9%	18.3%	26.2%	35.6%	100.0%
	同比增长率	72%	72%	94%	99%	87%
2008 年	营业收入	234	215	273	361	1,083
	占全年比例	21.6%	19.8%	25.2%	33.3%	100.0%
	同比增长率	35.8%	99.0%	119.5%	56.9%	70.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表格 16: 利润季度增长 (单位: 百万, %)

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	普通股利润	92				92
	对应 EPS	0.17				0.17
	同比增长率	0.1%				
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%
2010 年	普通股利润	81	78	55	88	302
	对应 EPS	0.15	0.15	0.10	0.16	0.57
	占全年比例	27.0%	25.8%	18.3%	29.0%	100.0%
	同比增长率	52.2%	39.7%	20.7%	69.5%	46.2%
2009 年	普通股利润	54	56	46	52	207
	占全年比例	25.9%	27.0%	22.1%	25.0%	100.0%
	对应 EPS	0.10	0.10	0.09	0.10	0.39
	同比增长率	53.9%	112.4%	129.5%	52.0%	79.8%
2008 年	普通股利润	35	26	20	34	115
	占全年比例	30.3%	22.8%	17.3%	29.6%	100.0%
	对应 EPS	0.07	0.05	0.04	0.06	0.22
	同比增长率	52.5%	130.0%	123.8%	36.7%	69.1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 公司收入规模增长 (单位: 百万, %)	3
图 2: 公司股权结构图	4
图 3: 2011 年分品牌总销量占比 (单位: %)	13
图 4: 2012Q1 分品牌总销量占比 (单位: %)	13
图 5: 洗衣机内资品牌市占率变化	14
图 6: 洗衣机内资品牌均价走势 (单位: 元/台)	15
图 7: 公司研发支出及占比 (单位: 百万, %)	16
图 8: 帝度对开门冰箱	17
图 9: 帝度多门冰箱	17

## 表格目录

表格 1: 主要洗衣机公司收入增长对比 (单位: 亿元, %)	4
表格 2: 2011 年利润表各项比较 (单位: 百万, %)	5
表格 3: 2011 年收入分产品 (单位: 百万, %)	6
表格 4: 2011 年收入分地区 (单位: 百万, %)	6
表格 5: 2011 年毛利率分产品 (单位: %)	7
表格 6: 2011 年毛利率分地区 (单位: %)	7
表格 7: 主要洗衣机品牌毛利率对比 (单位: 亿元, 万台, %)	7
表格 8: 2011 年销售费用拆解 (单位: 百万, %)	8
表格 9: 主要洗衣机公司收入增长对比 (单位: 亿元, %)	8
表格 10: 2012 年一季度利润表各项比较 (单位: 百万, %)	9
表格 11: 我国洗衣机行业年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)	11
表格 12: 滚筒洗衣机销量及占比 (单位: 万台, %)	12
表格 13: GB 12021.4-2004 电动洗衣机耗电量限定值及能源效率等级	12
表格 14: 盈利预测 (单位: 百万, %)	19
表格 15: 收入季度增长 (单位: 百万, %)	20
表格 16: 利润季度增长 (单位: 百万, %)	20

## 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。**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

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20257811 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)