

合肥三洋 (600983.SH)

白色家电行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

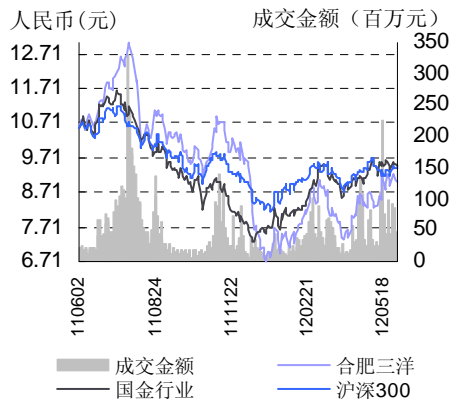
市价(人民币): 8.99元
目标(人民币): 9.33-10.18元

短期估值已合理, 长期发展向好

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	196.70
总市值(百万元)	4,789.87
年内股价最高最低(元)	13.03/6.71
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

- 《收入低于预期,但盈利能力维持上年同期水平》, 2012.4.23
- 《提出 532 规划,2016 年收入目标二百亿》, 2011.11.28

蒋毅 联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.567	0.603	0.678	0.778	0.885
每股净资产(元)	1.97	2.47	2.88	3.43	4.05
每股经营性现金流(元)	0.92	0.25	0.99	1.19	1.34
市盈率(倍)	21.75	11.56	13.25	11.56	10.16
行业优化市盈率(倍)	41.37	32.77	32.77	32.77	32.77
净利润增长率(%)	46.18%	6.35%	12.51%	14.67%	13.79%
净资产收益率(%)	28.83%	24.42%	23.52%	22.69%	21.87%
总股本(百万股)	532.80	532.80	532.80	532.80	532.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **上半年难有较快增长,但全年收入目标 50 亿不变,通过加大市场投入实现。**今年以来国内洗衣机需求不振,尤其是一二线城市需求的下滑,对以中高端产品为主的合肥三洋影响较大,公司 1Q12 业绩同比基本持平,从我们对行业和公司的跟踪来看,预计 1H12 公司业绩小幅增长的可能性较大。但公司全年 50 亿收入目标不会轻易改变,节能补贴的出台对产品结构好的合肥三洋更加有利,但为完成目标下半年仍有必要加大市场投入,净利率或将因此下滑。
- **产品多元化和渠道扩张是公司增长驱动力。**公司产品开始走多元化道路,冰箱现已销售 20 万台(均价约 2000 元),今年力争实现 50 万台,但尚不能贡献利润。电机保守估计 120 万台(去年近 100 万台),生活电器如微波炉也将有较高增长;渠道方面,以往较依赖大连锁渠道,目前渠道工作重点增加非大连锁渠道的收入,今年增加销售网点约 2000 家(重点三四级市场),电商销售规模去年约 1 亿,今年力争增长 150-200%,并增加出口。短期内无论新产品还是新渠道,都需要公司在资源上进行投入,耕耘期主要带来规模的增长,费用的上升将影响利润增长。
- **多品牌是公司长期发展的基础,帝度是未来公司主打品牌。**目前公司同时运作三洋和帝度两个品牌,帝度洗衣机的定位更高,是公司未来主打品牌。大力发展自主品牌一方面可增加出口,提升盈利能力;另一方面也是为 3-5 年后三洋品牌可能被收回而做准备(明年到期预计续签的可能性较大)。三洋和帝度市场定位中高端,公司未来有可能向低端产品延伸。

盈利调整及投资建议

- 预计公司 2012-2014 年收入分别为 50.0、57.4、63.5 亿元,增速 28.6%、14.7%、10.6%; EPS 分别为 0.678、0.778、0.885 元,净利润增速 12.5%、14.7%、13.8%。
- 从行业和公司自身情况来看,中报难有较高增长,持平或微增的可能性较大;全年公司会尽力完成 50 亿收入目标,但行业需求不旺的情况下,追求规模扩大将牺牲利润增长。长期来看,公司技术优秀,产品多元化和渠道扩张使公司仍有较大外延式增长空间,看好公司长期发展。公司现价 8.99 元,对应 13.3X12PE/11.6X13PE,短期估值已合理,6-12 个月合理价格为 9.33-10.18 元,对应 15X12PE/12X13PE,维持增持评级。

内容目录

上半年难有较快增长，但全年收入目标 50 亿不变，通过加大市场投入实现.....	3
上半年行业需求不振，公司收入增速放缓.....	3
全年 50 亿收入目标不变，净利率或因此下滑.....	4
产品多元化和渠道扩张是公司增长驱动力.....	5
产品多元化进展顺利，渠道扩张助销售规模提升.....	5
新产品和新渠道增加费用支出.....	5
出口快速增长.....	5
多品牌发展是公司长期发展的基础，帝度是未来公司主打品牌.....	5
帝度品牌洗衣机是未来主打品牌.....	5
多品牌满足各层次消费者.....	6
盈利调整及投资建议.....	6
风险提示.....	6
附录：三张报表预测摘要.....	7

图表目录

图表 1: 家电零售量下降.....	3
图表 2: 各品牌零售均价.....	3
图表 3: 产业在线每月内销出货量增速.....	4
图表 4: 中怡康每月零售量增速.....	4
图表 5: 单季度收入及增速.....	4
图表 6: 单季度毛利率及净利率.....	4

上半年难有较快增长，但全年收入目标 50 亿不变，通过加大市场投入实现

上半年行业需求不振，公司收入增速放缓

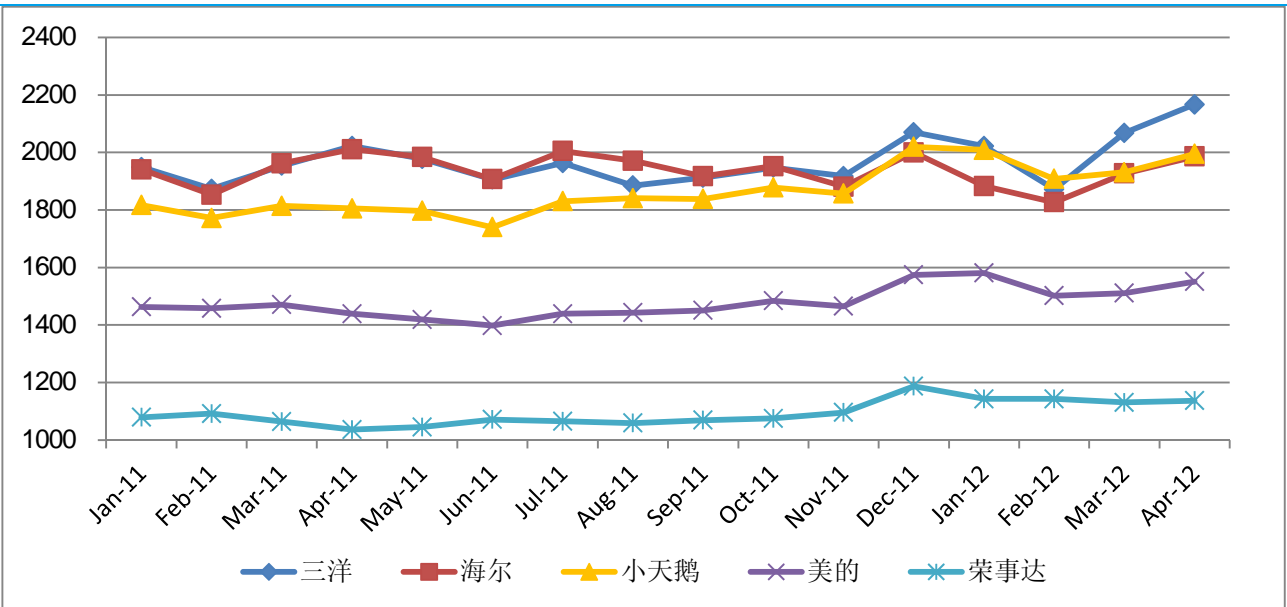
- 行业需求依然没有明显起色。今年以来，终端需求不振，包括洗衣机在内的家电销量出现负增长，尤其一二线城市下降更大。从第三方数据来看，进入二季度后，洗衣机零售需求依然没有明显起色（图表 1）。

图表1: 家电零售量下降

累计零售量 YoY	中怡康月报		奥维咨询 (AVC) 周报						
	(中怡康月报零售数据监测范围: 中国大陆 600 多城市 6000 多监测网点)		(奥维咨询周度零售数据监测范围: 14 周及之前为中国大陆 226 个城市的 2260 家监测网点; 15 周及以后为中国大陆 589 个县市的 4288 个网点)						
	1-2 月	1-3 月	1-9 周 (1.1-2.26)	1-13 周 (1.1-3.25)	1-16 周 (1.1-4.15)	1-18 周 (1.1-4.30)	1-19 周 (1.1-5.6)	1-20 周 (1.1-5.13)	1-21 周 (1.1-5.20)
液晶电视	-27.0%	-23.9%	-27.7%	-26. %	-25.8%	-28.6%	-22.6%	-22.6%	-22.0%
洗衣机	-21.6%	-17.8%	-37.8%	-19.5%	-40.4%	-46.6%	-35.4%	-35.2%	-35.0%
冰箱	-29.0%	-25.5%	-43.3%	-42.1%	-42.2%	-40.8%	-35.5%	-35.2%	-34.8%
空调	-42.0%	-34.5	-54.3%	-48.0%	-45.3%	-43.4%	-36.8%	-37.3%	-37.5%

来源: 中怡康, 奥维咨询, 国金证券研究所

图表2: 各品牌零售均价

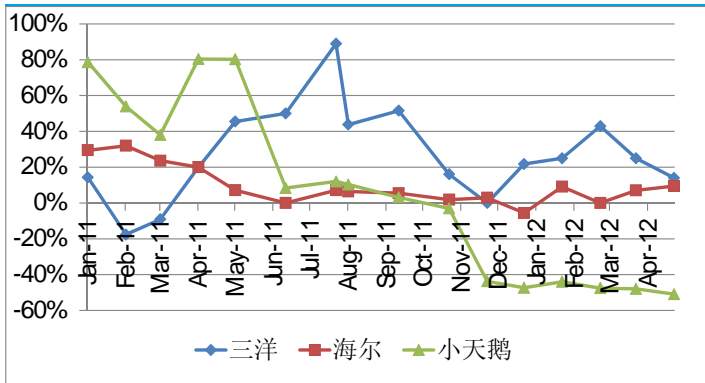


来源: 中怡康, 国金证券研究所

- 受行业影响，上半年公司收入增速放缓。公司产品定位中高端（图表 2），主要渠道在一二线城市的家电大连锁，受影响较大，1Q12 公司收入 (YoY+1.2%)、净利润 (YoY+0.1%) 基本与去年同期持平。从我们对行业和公司的跟踪来看：

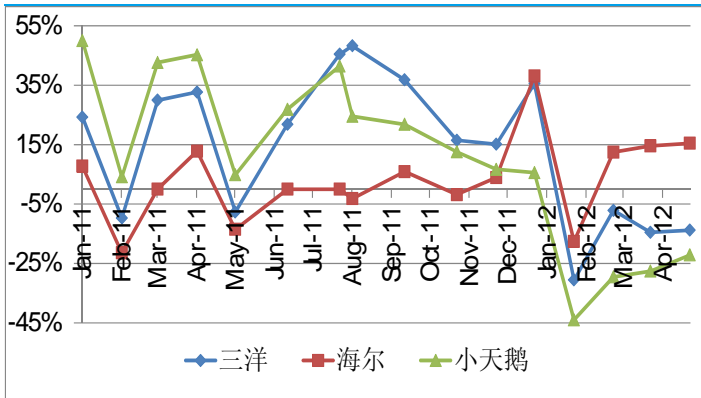
- 公司市场份额在提升：产业在线数据偏乐观（图表 3），实际没有 10% 以上的增长；中怡康数据略显乐观（图表 4），实际在一二线城市持平或略有下降。但相对趋势是正确的，公司市场份额在提升。
- 4、5 月份微波炉、冰箱等产品销量较快增长，但占比最大的洗衣机内销量没有增长，预计 1H12 公司业绩持平或略有增长。
- 毛利率近期没有下降，甚至有所增长。新品提升毛利率，但促销费用较大，毛利率减去销售费用率后同比应略有下降。

图表3：产业在线每月内销出货量增速



来源：国金证券研究所

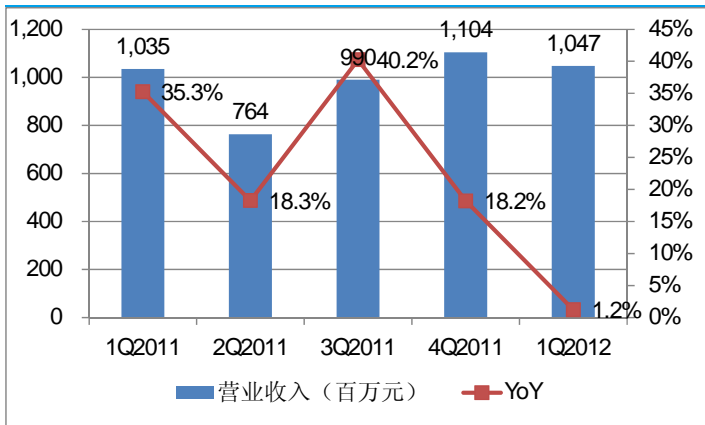
图表4：中怡康每月零售量增速



全年 50 亿收入目标不变，净利率或因此下滑

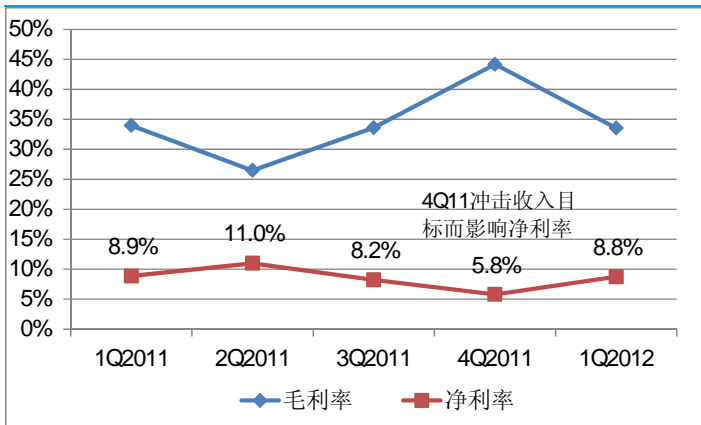
- 公司不会轻易改变 50 亿的销售目标。公司 2011 年 11 月提出“532”规划，决定从 2012 年起用五年时间达到收入 200 亿。作为五年规划第一年，2012 年公司不会轻易改变今年的目标。而且公司主要以收入为考核目标。
- 下半年冲击 50 亿收入目标，净利率或因此消化。近期出台节能补贴政策，下半年行业需求有望回暖，对产品结构好的合肥三洋更加有利，但公司 50 亿收入目标仅靠行业复苏还难以达到，公司有必要大力促销，这会影 响公司净利率水平，如同去年四季度（图表 5、6）。

图表5：单季度收入及增速



来源：国金证券研究所

图表6：单季度毛利率及净利率



产品多元化和渠道扩张是公司增长驱动力

产品多元化进展顺利，渠道扩张助销售规模提升

- 公司今年加快多元化步伐。公司主要收入来自洗衣机，长期发展如仅靠抢份额难持续，因此多元化发展十分必要。
 - 洗衣机：目前公司洗衣机正常产能 400 万台，40%产品达到一级能效，60%达到二级能效；30%产品是变频。因此节能补贴对公司更有利。
 - 冰箱：公司冰箱均为帝度品牌。公司冰箱正在扩产，满产时年产能约 100 万台。目前冰箱现已销售 20 万台（均价约 2000 元），今年力争实现 50 万台，但尚不能贡献利润。
 - 电机：去年销量近 100 万台，都是变频电机。主要用于自供，10 万多台外销，销往日本、东南亚等地区以及部分国内小企业。节能补贴有利于增加变频洗衣机占比，预计今年电机销量 120-150 万台。公司正在开拓一些国内客户，一旦确定将大幅提升销量。公司电机具有技术与价格优势，现在也在研发用于空调、冰箱的电机。
 - 生活家电：公司微波炉产品近年快速增长，空气净化器增速一般，总体生活家电收入占比较小。
- 销售网点增加。今年以来美的的调整，海尔和格力都明显份额提升，受益明显，相比之下公司受益程度较低，主要原因是公司渠道覆盖面不如对手广。这也是公司正在加强的方面：
 - 农村市场需求增长，公司将深入三四级市场。在全国增加冰箱和生活电器销售网点。原有销售网点 28000 家，今年再增加 2000 家。随着公司产品线的丰富，未来有可能建设店中店，专卖店。
 - 渠道结构进一步改善。非连锁渠道发展迅速，尤其是电商渠道，公司成立专门负责电商渠道的部门，销售规模去年约 1 亿元，今年预计增长 150-200%。目前大连锁渠道占公司收入比例约 40%，随着其他渠道的发展，未来逐步下降，公司在渠道中议价能力也逐渐加强。

新产品和新渠道增加费用支出

- 耕耘期，资源投入大。冰箱开发渠道需给经销商更好的销售政策，目前冰箱还未盈利，新建销售网点也需要一定的时间产能有较好的销售。因此费用上升将影响利润。

出口快速增长

- 伊莱克斯和惠而浦占公司出口量的 1/3。现在已经开始把附加值高的产品订单交给公司做，不仅增加了公司出口收入，而且提升净利率。自有品牌帝度销往非洲，南美，东南亚，中东，达 30 多个国家和地区。

多品牌发展是公司长期发展的基础，帝度是未来公司主打品牌

帝度品牌洗衣机是未来主打品牌

- 公司同时运作三洋和帝度两个品牌。
 - 帝度洗衣机定位高于三洋。“源于三洋，精于帝度”的宣传语明确地向消费者传递品牌定位。帝度冰箱市场地位略低。
 - 三洋品牌授权明年年底到期，预计公司能够续约，再使用 3-5 年。但长期来看，三洋品牌被收回的可能性更大。
 - 帝度是公司长期发展的基础。建立自有品牌是公司的必然选择。一方面为未来三洋品牌被收回做准备，另一方面增加自主品牌出口，提升出口产品盈利水平。

多品牌满足各层次消费者

- 帝度和三洋品牌分别定位高端和中高端消费者，这也是公司渠道重点在一二级市场的原因。
- 消费者需求是多层次的。为扩大收入，公司可以将三洋品牌的价格段下移，但松下能参与到产品的生产过程，日本对产品质量的高要求使三洋品牌价格下移空间有限，因此公司未来向低端产品延伸更可能是通过新品牌的方式。

盈利调整及投资建议

- 预计公司 2012-2014 年收入分别为 50.0、57.4、63.5 亿元，增速 28.6%、14.7%、10.6%；EPS 分别为 0.678、0.778、0.885 元，净利润增速 12.5%、14.7%、13.8%。
- 从行业和公司自身情况来看，中报难有较高增长，持平或微增的可能性较大；全年公司会尽力完成 50 亿收入目标，但行业需求不旺的情况下，追求规模扩大将牺牲利润增长。长期来看，公司技术优秀，产品多元化和渠道扩张使公司仍有较大外延式增长空间，看好公司长期发展。公司现价 8.99 元，对应 13.3X12PE/11.6X13PE，短期估值已合理，6-12 个月合理价格为 9.33-10.18 元，对应 15X12PE/12X13PE，维持增持评级。

风险提示

- 冰箱业务拓展受阻可能带来收入或利润不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,022	3,051	3,892	5,006	5,742	6,349	货币资金	210	442	347	758	1,116	1,627
增长率		50.9%	27.6%	28.6%	14.7%	10.6%	应收款项	832	1,428	1,910	2,276	2,467	2,568
主营业务成本	-1,183	-2,040	-2,519	-3,420	-4,014	-4,478	存货	447	583	665	826	938	1,022
%销售收入	58.5%	66.9%	64.7%	68.3%	69.9%	70.5%	其他流动资产	47	108	112	139	142	136
毛利	839	1,010	1,374	1,586	1,729	1,870	流动资产	1,536	2,562	3,034	3,999	4,663	5,354
%销售收入	41.5%	33.1%	35.3%	31.7%	30.1%	29.5%	%总资产	77.6%	80.9%	82.1%	85.0%	86.2%	87.0%
营业税金及附加	0	-3	-16	-20	-23	-25	长期投资	2	2	2	2	2	2
%销售收入	0.0%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	285	429	491	563	596	643
营业费用	-508	-527	-826	-951	-1,011	-1,073	%总资产	14.4%	13.6%	13.3%	12.0%	11.0%	10.4%
%销售收入	25.1%	17.3%	21.2%	19.0%	17.6%	16.9%	无形资产	138	135	132	140	149	152
管理费用	-95	-146	-174	-215	-241	-260	非流动资产	443	606	662	707	748	799
%销售收入	4.7%	4.8%	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%	%总资产	22.4%	19.1%	17.9%	15.0%	13.8%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	236	335	358	400	454	512	资产总计	1,979	3,168	3,695	4,706	5,411	6,153
%销售收入	11.7%	11.0%	9.2%	8.0%	7.9%	8.1%	短期借款	90	0	0	0	0	0
财务费用	3	1	7	3	11	17	应付款项	1,000	1,896	2,187	2,843	3,322	3,701
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	其他流动负债	76	122	117	227	262	295
资产减值损失	-14	-11	-21	-3	-4	-4	流动负债	1,166	2,018	2,303	3,070	3,584	3,995
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	1	1	1	其他长期负债	17	102	99	99	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	负债	1,183	2,120	2,403	3,169	3,584	3,996
营业利润	224	325	344	400	461	526	普通股股东权益	796	1,048	1,316	1,536	1,827	2,157
营业利润率	11.1%	10.6%	8.8%	8.0%	8.0%	8.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	13	24	27	20	21	22	负债股东权益合计	1,979	3,168	3,718	4,706	5,411	6,153
税前利润	237	349	371	420	482	548	比率分析						
利润率	11.7%	11.4%	9.5%	8.4%	8.4%	8.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-30	-47	-50	-59	-67	-77	每股指标						
所得税率	12.8%	13.5%	13.4%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.621	0.567	0.603	0.678	0.778	0.885
净利润	207	302	321	361	414	472	每股净资产	2.389	1.966	2.469	2.884	3.428	4.048
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.499	0.922	0.248	0.986	1.190	1.344
归属于母公司的净利润	207	302	321	361	414	472	每股股利	0.180	0.100	0.150	0.204	0.233	0.266
净利率	10.2%	9.9%	8.3%	7.2%	7.2%	7.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.97%	28.83%	24.42%	23.52%	22.69%	21.87%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	10.44%	9.54%	8.64%	7.68%	7.66%	7.66%
净利润	207	302	321	361	414	472	投入资本收益率	23.20%	27.67%	23.58%	22.38%	21.37%	20.39%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	38	43	61	47	53	58	主营业务收入增长率	86.73%	50.89%	27.59%	28.62%	14.70%	10.56%
非经营收益	-14	-25	-6	16	-22	-23	EBIT增长率	80.01%	42.24%	6.85%	11.67%	13.49%	12.72%
营运资金变动	-64	171	-244	102	188	210	净利润增长率	79.79%	46.18%	6.35%	12.51%	14.67%	13.79%
经营活动现金净流	166	491	132	525	634	716	总资产增长率	75.63%	60.09%	17.37%	27.33%	14.99%	13.71%
资本开支	-183	-128	-175	-82	-69	-83	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	24.2	20.4	21.2	20.0	20.0	20.0
其他	4	4	12	1	1	1	存货周转天数	120.1	94.1	92.3	90.0	87.0	85.0
投资活动现金净流	-178	-124	-164	-83	-68	-82	应付账款周转天数	96.4	99.0	102.4	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	0	0	-32	0	0	固定资产周转天数	43.9	48.1	41.3	38.0	36.5	35.7
债权募资	90	-90	0	0	-99	1	偿债能力						
其他	-61	-45	-64	0	-108	-124	净负债/股东权益	-15.07%	-42.21%	-26.37%	-49.31%	-61.10%	-75.38%
筹资活动现金净流	29	-135	-64	-32	-208	-123	EBIT利息保障倍数	-93.8	-283.0	-54.7	-128.2	-42.2	-29.7
现金净流量	17	232	-95	411	358	511	资产负债率	59.80%	66.93%	64.62%	67.35%	66.24%	64.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	2	2	6
增持	0	0	6	9	18
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.60	1.71	1.79

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-24	增持	12.17	25.00 ~ 27.50
2 2010-10-25	增持	14.68	16.80 ~ 18.40
3 2011-03-16	增持	14.05	15.00 ~ 18.00
4 2011-08-22	增持	10.64	12.30 ~ 13.75
5 2011-10-26	增持	9.59	12.30 ~ 13.75
6 2011-11-28	增持	9.92	12.30 ~ 13.75
7 2012-04-23	增持	8.60	9.33 ~ 10.18

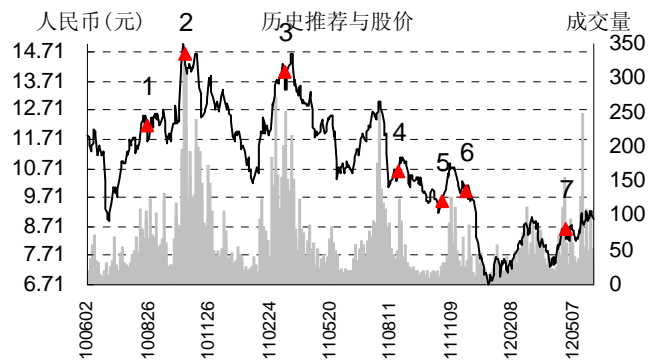
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B