

日期: 2012年6月5日  
行业: 电器机械及器材制造业



邓永康  
021-53519888-1919  
yk deng@126.com  
执业证书编号: S0870510120004

# 多品牌和多品类拓展顺利 新节能补贴提升业绩

## 基本数据 (12Q1)

报告日股价 (元)	8.53
12mth A 股价格区间 (元)	6.42/13.44
总股本 (百万股)	532.80
无限售 A 股/总股本	36.92%
流通市值 (百万元)	1,677.85
每股净资产 (元)	2.58
PBR (X)	3.31
DPS (11Y, 元)	0.06

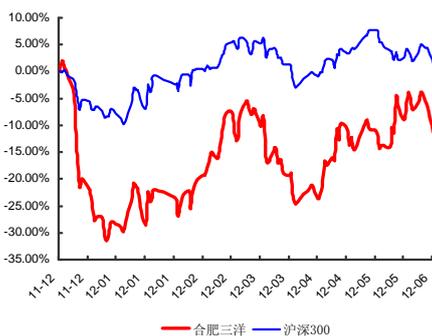
## 主要股东 (12Q1)

合肥市国有资产控股有限公司	33.57%
三洋电机株式会社	17.91%
三洋电机 (中国) 有限公司	9.21%

## 收入结构 (11Y)

洗衣机	91.32%
微波炉	3.27%
电机	2.49%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: DYK12-CT07

## ■ 报告背景:

我们近期通过实地调研,对合肥三洋 (600983) 经营近况进行了跟踪研究。

## ■ 主要观点:

### 洗衣机销售好于行业平均水平

公司目前的洗衣机产能为双班 500 万台,2011 年的变频洗衣机的销量占比达到 30%,变频占比明显高于行业的平均水平 (20%)。公司在近 2 年加大了渠道的开发,目前全国网点达到 28,000 个。受宏观调控和家电消费政策刺激退出的影响,今年的洗衣机行业景气度明显下滑,但公司的洗衣机销售仍好于行业,公司今年 1~4 月的洗衣机销售量同比基本持平,销售额略有增长。在五一期间,公司的销售情况明显好转,增速高于 10%。公司洗衣机业务下半年的增长点主要在商超渠道和出口。

### 冰箱业务拓展顺利

公司目前的冰箱产能为 100 万台,由于生产的冰箱品种较多,生产效率不高,现在的日产量在 1,800 台左右。目前公司已经在建设冰箱二期,扩产后的产能将达到 300 万台。公司的冰箱业务从去年第四季度开始投入,铺货 20 多万台,目前销售 10 万台。虽然冰箱市场已接近饱和,但公司凭借新颖的外观设计和较好的产品质量,充分利用去年其他一些冰箱生产企业出现的问题后产生的市场空间,拓展市场比较顺利。我们预计公司今年销售冰箱将达到 40 万台。

### 变频电机在自配套为主的基础上积极开发外供客户

公司在 2011 年生产变频电机 90 万台,其中自配 80 多万台,对外销售 10 万。公司目前的变频电机出口主要是海外的三洋系,国内主要销售给一些中小型洗衣机企业。公司的变频电机在去年 4 季度提供给小天鹅和海尔进行试验,如果顺利,可能在今年下半年实现批量供货。我们预计公司 2012 年将自配变频电机 120~150 万台,对外销售变频电机 50 万台。

### 电商处于高速增长期

公司 2011 年通过电子商务渠道的销售规模大概在 1 亿左右，电子商务渠道主要是京东、易购、淘宝和电视购物，其中京东占 80% 左右，公司的洗衣机销售在京东的市场排名列第一位。公司在今年成立了电子商务部，将加大电商渠道的销售，我们预计公司今年通过电商渠道的销售额将达到 3 亿元。

### 出口量价齐升

公司目前的出口主要是代工，产品出口 30 多个国家，其中惠而浦和伊莱克斯代工产品占出口总量的三分之一。现在公司加大了自有“帝度”品牌的出口力度，主要出口东南亚、中东和南美洲。今年公司的洗衣机出口价格上涨，主要是由于惠而浦和伊莱克斯 OEM 产品升级造成价格上涨；另外三洋被海尔收购后，公司的出口直接和海尔合作，出口价格也明显提高。公司去年出口洗衣机 60 万台，我们预计公司今年的出口量将达到 100 万台。

### 多品牌格局初见雏形

公司目前使用的“三洋”品牌将在 13 年 12 月到期，我们认为到期后基本能够续签。虽然“三洋”品牌仍有一定缓冲期，但公司已经未雨绸缪，在去年 11 月推出“DIQUA/帝度”品牌，打造中高端洗衣机、冰箱品牌。2012 年 5 月，合肥国资委授权公司行使“荣事达”商标管理权，如果公司能够顺利在明年收回荣事达品牌后，将有半年左右的时间进行产品、渠道和广告投放等方面的准备。未来荣事达品牌仍将侧重于原有的传统销售区域，如河南、河北、湖南、湖北、广西、四川和东北三省。如果能顺利回收“荣事达”品牌、续签“三洋”品牌，再加上全力打造的“DIQUA/帝度”品牌，公司将形成多品牌运营的格局。

### 节能补贴将推动产业升级，提升公司业绩

在今年 5 月 16 日的国务院常务会议上，确定了促进节能家电等产品消费的政策措施，会议决定将安排财政补贴 265 亿元，用于“十二五”期间节能家电的补贴。此轮节能惠民补贴政策的执行时间为 2012 年 6 月 1 日至 2013 年 5 月 31 日。根据高效节能电动洗衣机推广实施细则，此轮优惠主要针对一、二级能效洗衣机，补贴金额为 70 元/台 ~ 260 元/台。

表 1 高效节能电动洗衣机推广财政补贴标准

产品类型	能效等级及能效指标要求	补贴标准(元/台)
波轮式全自动洗衣机	额定容量≤3.5 kg, 能效 2 级及以上	100
	额定容量>3.5 kg, 能效 1 级	200
波轮式双桶洗衣机	能效 2 级及以上	70
滚筒式洗衣机	能效 1 级, 洗净比≥1.03, 用水量≤10 L/cycle/kg, 耗电量≤0.17kWh/cycle/kg	260

数据来源: 公司定期报告 上海证券研究所整理

补贴新政的实施将继续推动洗衣机行业的产品结构升级, 加快洗衣机的变频化。公司目前的洗衣机一级能效占比 40%, 二级能效占 60%。补贴新政的实施将拉动洗衣机的销售, 公司也将明显受益, 我们初步预计补贴新政将增厚公司 2012 年 EPS 约 0.06 元、增厚 2013 年 EPS 约 0.08 元。而此次国家安排的 16 亿元推广高效电机, 主要是针对大功率电机, 不涉及公司生产的 150~180 瓦电机。

## ■ 投资建议:

### 未来六个月内, “跑赢大市”

我们认为公司产业链纵向整合、多品类和多品牌拓展进展顺利, 洗衣机节能补贴的实施将拉动洗衣机销售, 提升公司业绩。我们预计公司在 12、13 年的基本每股收益为 0.76 元、0.98 元, 12、13 年动态市盈率分别为 11.22 倍、8.70 倍, 维持公司跑赢大市的评级。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	3,050.65	3,892.41	5,209.52	6,833.80
年增长率 (%)	50.89	27.59	33.84	31.18
归属于母公司的净利润	302.06	321.23	405.50	521.45
年增长率 (%)	46.18	6.35	26.23	28.59
每股收益 (元)	0.57	0.60	0.76	0.98
PER (X)	15.05	14.15	11.22	8.70

注: 有关指标按最新总股本为 532.80 百万股计算

**表 2 公司财务指标**

指标	2008A	2009A	2010A	2011A
销售毛利率(%)	40.11	41.50	33.12	35.29
销售净利率(%)	10.61	10.22	9.90	8.25
净资产收益率(全面摊薄)(%)	17.71	25.97	28.83	24.42
流动比率	1.83	1.32	1.27	1.32
速动比率	1.16	0.93	0.98	1.03
资产负债率(%)	42.41	59.80	66.93	64.62
存货周转率	2.85	3.09	3.96	4.04
应收账款周转率	18.89	15.88	18.85	18.21
总资产周转率	1.14	1.30	1.19	1.13
主营业务收入同比增长率(%)	70.60	86.73	50.89	27.59
净利润同比增长率(%)	69.06	79.79	46.18	6.35
每股收益	0.22	0.39	0.57	0.60
每股经营性现金流量	0.24	0.50	0.92	0.25
每股未分配利润	0.41	0.79	0.72	1.16
每股资本公积金	0.35	0.35	0.03	0.03

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理

## 分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。