

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005

0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

联系人：韩雪

0755-83716906 hanx@ghzq.com.cn

帝度冰箱蓄势待发

——合肥三洋(600983)调研报告

投资要点：

- **变频技术研发实力强，变频电机及核心部件实现自产。**公司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，是目前国内唯一的同时具备洗衣机变频电机和程控器等核心部件技术研发设计生产的企业，也是业内极少数的自用自产电机的厂商。
- **培育“帝度”自主品牌。**公司明年将有“三洋”、“帝度”、“荣事达”三个品牌共同运作。公司将继续巩固“三洋”品牌的影响力，在此基础上，重点加大“帝度”品牌的宣传和投入，“荣事达”品牌作为面向三四线的品牌。推出自主品牌“帝度”是公司提升毛利率、减少对三洋依赖进而掌握品牌主动权的重要策略。**依托变频电机自产优势，提升洗衣机产品结构。**目前，公司500万台洗衣机产能中变频产品占1/3，公司将进一步提升产品结构，未来公司电机产能扩大的可能性较大。**帝度冰箱市场反应良好。**冰箱产品在国内外渠道拓展已取得一定进展，预计年内国内拓展网点5000多个，今年有望实现销售40多万台，体现了市场对技术和产品的认可。
- **公司未来增长点。**1) 冰箱业务从无到有、开端良好，带来增长空间比较确定；2) 公司在变频洗衣机技术上处于行业领先地位，在洗衣机产品结构提升趋势下，技术领先将使公司更具竞争优势；3) 推广自主品牌、拓展渠道，有望与经销商建立更为稳定的合作关系，提升盈利能力，加强对渠道的控制力。
- **盈利预测及投资建议** 预计12-14年的EPS分别为0.68、0.80及0.98元，对应PE分别为9.4倍、8倍和6.5倍。目前白电龙头企业2012年预测EPS对应的估值水平在10倍左右，考虑到公司冰箱品类从无到有带来的增长空间相对明确，并且公司产品定位中高端，技术优势明显，非常好的顺应了消费升级的趋势，再加上公司目前收入规模尚小。我们给予公司11-12倍的估值水平，给予“增持”评级。
- **风险提示：**帝度冰箱的推广存在低于预期的风险，以及由此导致的收入增速不及费用增速。冰洗行业复苏低于预期的风险。

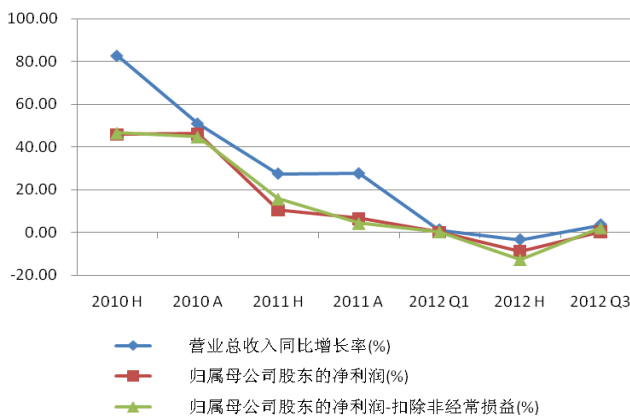
预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	3,892	4,828	6,425	8,391
增长率(%)	28%	24%	33%	31%
净利润(百万元)	321	362	427	522
增长率(%)	6%	13%	18%	22%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.68	0.80	0.98
ROE(%)	24.4%	22.4%	21.7%	21.8%

1、变频洗衣机的领军者，掌握变频核心技术

合肥荣事达三洋电器股份有限公司成立于1994年，2000年元月改制为外商投资股份有限公司，2004年7月在上海证券交易所成功挂牌上市。公司主导产品为洗衣机、微波炉、电机及控制器等，公司现为中国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。

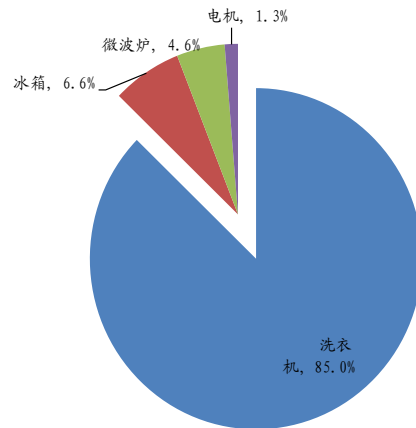
自2008年以来，公司收入的年复合增长率超过50%。公司洗衣机产品的市场占有率从2007年的第十位跃升到2011年的第三位。

图表 1、合肥三洋收入净利增速



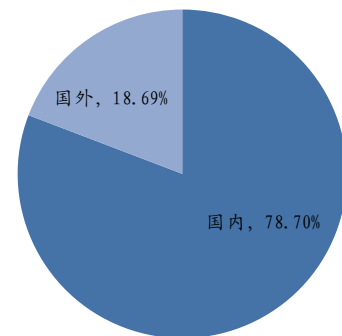
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 2、合肥三洋收入构成



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 3、公司地区收入占比（根据 2012 年中报数据）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

1.1、变频技术是合肥三洋的传统优势，也是其最重要的核心技术之一

目前洗衣机电机主要有感应电机、串激电机、三相变频电机、直流无刷电机等种类。感应电机一般用于低档双桶半自动、全自动洗衣机；串激电机用于中档滚筒洗衣机；三相变频电机、DD 直流无刷电机则用于高档滚筒洗衣机。公司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，是业内极少数的自用自产电机的厂商。

1.2、公司是国内唯一的具备洗衣机变频电机和程控器等核心部件技术的企业

目前,国内家电企业使用的变频控制系统大多由家电主机厂家根据自身品牌特点向上游采购进行部件组装而成,而公司是目前国内唯一的具备洗衣机变频电机和程控器等核心部件技术研发设计生产的企业。公司全力协助中国家电协会和中国家电研究院等相关机构对变频技术的研究,促进变频洗衣机标准建设,是参与变频标准的起草、制订的唯一洗衣机厂商。

1.3、公司掌握更为先进的直流变频技术

变频洗衣机的关键技术包括两方面:一是电机技术,包括直流变频和交流变频;二是电机的控制与驱动技术。交流变频电机与直流变频电机区别是:

交流变频电机转子采用了交流感应电机转子结构,工作时由定子产生旋转磁场,转子在定子旋转磁场作用下感应电流产生感应磁场,经定子磁场与转子磁场相互作用使转子旋转。交流变频电机旋转的基础是定子与转子的电磁感应,使电机旋转的同时也带来了电磁感应噪音与转子损耗等负面作用。

直流变频电机转子采用稀土永磁材料制作而成,工作时由定子产生旋转磁场与转子永磁磁场直接作用,实现电机运转。可以通过改变送给电机的直流电压来改变电机的转速,直流变频电机不存在定子旋转磁场对转子的电磁感应作用,克服了交流变频电机的电磁噪音与转子损耗,具有比交流变频电机效率高与噪音低特点,直流变频电机效率比交流变频电机高10%-30%,噪音低5分贝-10分贝。但是,直流变频电机的成本要高于交流变频电机。

合肥三洋采用的直流无刷电机制造技术比较先进,是未来洗衣机变频技术的主流,而其他部分品牌目前主要使用的是交流变频技术。

图表 4、直流变频和交流变频的比较

项目	直流变频驱动	交流变频驱动
电机	三相感应电机	调速永磁同步电机
传动装置	不需要	需要
噪音	较小	较大
震动幅度	较小	较大
节能效率	节能70%	节能40-50%

资料来源:公司公告、国海证券研究所

2. 公司的多品牌发展战略

公司明年将有“三洋”、“帝度”、“荣事达”三个品牌共同运作。公司将继续巩固“三洋”品牌的影响力,在此基础上,重点加大“帝度”品牌的宣传和投入,“荣事达”品牌作为面向三四线的品牌。

公司未来的多品牌发展方向是逐步加强自主品牌产品的市场开拓和宣传推广，洗衣机是“三洋”和“帝度”双品牌同时使用，冰箱全部使用“帝度”品牌。推出自主品牌“帝度”是公司提升毛利率、减少对三洋依赖进而掌握品牌主动权的重要策略。

图表 5、公司多品牌运营形成

三洋	与三洋电机株式会的《商标使用许可合同》续签至2016年12月31日
帝度	2011年11月公司对外发布了国际化自主新品牌"DIQUA 帝度"
荣事达	2012年5月8日公司控股股东合肥市国有资产控股有限公司向公司授权了“荣事达”商标的管理权

资料来源：公司公告、国海证券研究所

3. “帝度”冰箱将成为公司增长点

公司自 2011 年 11 月对外发布了自主品牌“帝度”，正式开启多品牌多品类运营战略模式。2012 年 2 月 22 日在公司南岗产业园举办了年产 400 万台冰箱项目一期竣工投产暨二期开工建设典礼，全力打造“帝度”自主品牌产品，进一步延伸家电产业链。南岗产业园一期竣工后，现有冰箱产能为 150 万台。

今年公司的冰箱业务发展迅速，自投产及产品上市的半年以来，约实现销售 40 多万台，建立网点 5000 多个，形成了帝度冰箱 8 大系列近 100 个品种，其中冰箱产品秉承公司技术领先的理念，“云保鲜”技术和变频风冷技术受到行业和消费者高度评价。

公司发展冰箱业务的优势在于：公司新建的生产线顺应了产品结构提升的趋势，没有改造技术落后生产线的负担。同时，公司在冰箱技术方面有较好的基础。

明年公司将继续完善国内营销网络建设，在央视和省级卫视加大“帝度”品牌宣传力度；国际市场公司在巩固传统发达国家市场的同时，积极开拓拉美等新兴经济体市场，“帝度”冰箱有望成为公司的重要增长点。冰箱项目实施推动了公司白色家电的产品线延伸，提升了产品结构，完善了企业产业布局。

4. 洗衣机业务有望实现稳定增长

2011 年，公司洗衣机的市场占有率稳居行业第三，近三年公司洗衣机销售收入增速连续超过行业销售增速。顺应洗衣机产品消费升级的趋势，公司凭借变频技术积累，有望继续实现洗衣机业务的稳定增长。

4.1、变频洗衣机成为趋势

变频洗衣机与普通洗衣机相比较，具有三大特点：

一是提高洗涤效果。由于采用直接驱动式变频电机，其洗涤、脱水速度可调，可以针对不同衣物的质地确定不同的洗涤脱水速度。同时，在洗涤桶和波轮低速转

动时也能产生大转矩。采用电磁制动器，可实现反向高速转动，同时可根据洗涤物的种类、数量、脏污程度，选择水流，使衣物的洗净率和磨损率达到最佳效果；

二是节能。变频洗衣机效率高，过去的洗衣机电机的效率仅为 40%~50%，而直流变频洗衣机的效率可达到 50%以上，从而实现节约能源；

三是噪声低、振动小。这是因为直流变频电机的电磁噪声要小于单相异步电机，同时改机械传动为直接传动，减少了因齿轮、皮带等因素产生的噪音。

变频技术作为洗衣机行业由价格、渠道比拼进入技术、品质比拼阶段的重要分水岭，自 2010 年以来，已成为市场竞争的亮点之一。国家信息中心统计数据显示，2010 年，变频洗衣机销售量占有比例由 2009 年的 7.94% 上升到 15.39%。这标志着拥有变频技术的滚筒和高端波轮将成为下一轮洗衣机市场变局的“焦点”，成为消费升级与换代购买的首选。

4.2、公司掌握变频的核心技术，是变频洗衣机的领军品牌

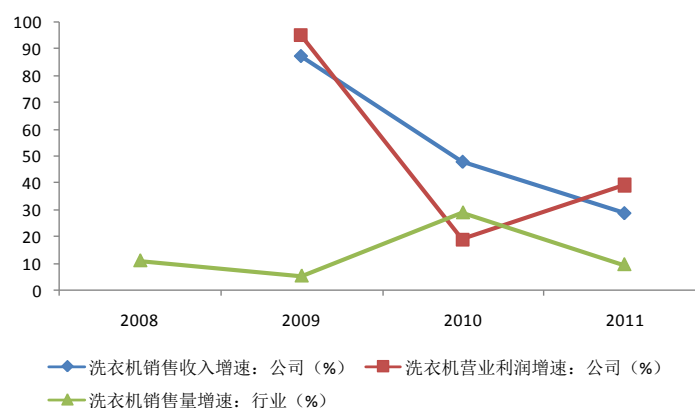
公司第二大股东日本三洋电机是波轮洗衣机的创始者，在洗衣机领域拥有世界最前沿的技术，合肥三洋既具有全面吸收股东技术的基础上，大力发展自主研发的能力，并取得了一定的成果，公司自主研发的技术有变频、斜滚筒等。目前公司洗衣机产能约有 500 万台，其中变频占三分之一。

4.3、核心部件自产自用，提升产品结构

公司目前拥有变频电机产能为双班 200 万台，自用占 2/3，公司是目前国内唯一的同时具备洗衣机变频电机和程控器等核心部件技术研发设计生产的企业。未来公司有可能进一步扩大变频电机的产能。

公司一方面将通过技术升级与扩产，降低变频电机成本，普及变频洗衣机，加速变频化进程；另一方面，公司加大产品研发力度，扩大变频洗衣机产能，丰富产品线，在巩固现有市场的基础上，将宽变频电机贯穿公司整个洗衣机产品线，从而进一步扩大市场规模，加强产品的核心竞争力，提高市场占有率，巩固在变频洗衣机领域的领军地位。

图表 6、公司与行业的洗衣机业务增速比较



资料来源：公司公告、中怡康、国海证券研究所

5. 公司估值

公司在变频洗衣机技术上处于行业领先地位，顺应了洗衣机产品结构提升和节能趋势。冰箱业务开端良好，公司明年将加快拓展国内渠道和国外市场。推广自主品牌有望与经销商建立更为稳定的合作关系，提升盈利能力，加强对渠道的控制力。

预计 12-14 年的 EPS 分别为 0.68、0.80 及 0.98 元,对应 PE 分别为 9.4 倍、8 倍和 6.5 倍。

目前白电龙头企业 2012 年预测 EPS 对应的估值水平在 10 倍左右，考虑到公司冰箱品类从无到有带来的增长空间相对明确，并且公司产品定位中高端，技术优势明显，非常好的顺应了消费升级的趋势，再加上公司目前收入规模尚小。我们给予公司 11-12 倍的估值水平，给予“增持”评级。

盈利预测和投资建议

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	24%	22%	22%	22%	EPS	0.60	0.68	0.80	0.98
毛利率	35.3%	34.0%	33.8%	33.6%	BVPS	2.47	3.03	3.69	4.49
期间费率	25.9%	25.5%	26.2%	26.4%	估值				
销售净利率	8.3%	7.5%	6.6%	6.2%	P/E	10.58	9.39	7.96	6.52
成长能力					P/B	2.58	2.11	1.73	1.42
收入增长率	28%	24%	33%	31%	P/S	0.87	0.70	0.53	0.41
利润增长率	6%	13%	18%	22%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	1.05	1.12	1.20	1.28	营业收入	3892	4828	6425	8391
应收账款周转率	2.04	2.37	2.53	2.72	营业成本	2519	3185	4250	5576
存货周转率	3.79	4.23	4.49	4.78	营业税金及附加	16	20	26	34
偿债能力					销售费用	826	1000	1363	1789
资产负债率	65%	63%	63%	64%	管理费用	174	220	300	396
流动比	1.32	1.39	1.43	1.45	财务费用	(7)	(9)	(6)	(4)
速动比	1.03	1.10	1.14	1.16	其他费用/(-收入)	(20)	(20)	(20)	(20)
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	344	391	471	580
现金及现金等价物	347	725	1058	1521	营业外净收支	27	27	22	22
应收款项	1910	2039	2537	3084	利润总额	371	418	493	602
存货净额	665	758	953	1173	所得税费用	50	56	66	81
其他流动资产	112	124	120	149	净利润	321	362	427	522
流动资产合计	3034	3646	4668	5927	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	440	416	445	460	归属于母公司净利润	321	362	427	522
在建工程	74	94	64	44					
无形资产及其他	132	132	119	105	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
长期股权投资	2	2	2	2	经营活动现金流	132	(125)	(864)	(1029)
资产总计	3718	4327	5334	6575	净利润	321	362	427	522
短期借款	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
应付款项	1760	2064	2637	3306	折旧摊销	40	57	55	56
预收帐款	301	307	391	534	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	242	242	242	242	营运资金变动	(229)	(545)	(1346)	(1607)
流动负债合计	2303	2614	3271	4082	投资活动现金流	(164)	28	(14)	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(61)	24	(28)	(16)
其他长期负债	99	99	99	99	长期投资	(0)	0	0	0
长期负债合计	99	99	99	99	其他	0	0	0	0
负债合计	2403	2713	3370	4181	筹资活动现金流	410	(64)	(76)	(93)
股本	533	533	533	533	债务融资	0	0	0	0
股东权益	1316	1613	1964	2394	权益融资	0	0	0	0
负债和股东权益总计	3718	4326	5334	6575	其它	470	0	0	0
					现金净增加额	378	(162)	(954)	(1119)

【分析师承诺】

刘金沪，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576936-818	13811639168	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李慧		13823570518	lih03@ghzq.com.cn