

合肥三洋 (600983.SH)

白色家电行业

评级: 买入 上调评级

公司研究简报

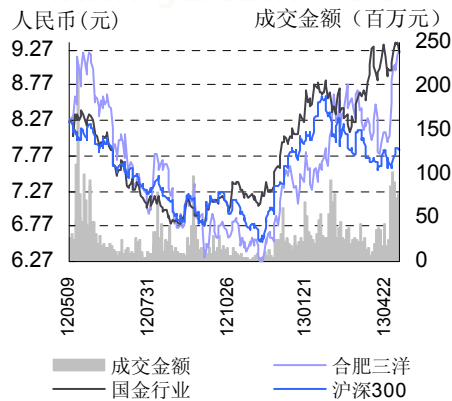
市价(人民币): 9.27元

## “532”规划需要用更快的发展速度来实现

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)	49.39
年内股价最高最低(元)	9.27/6.27
沪深300指数	2527.79
上证指数	2232.97



## 相关报告

- 《多品牌策略助收入快速增长,费用压制利润》, 2013.4.18
- 《收入增速符合预期,净利润增速低于预期》, 2012.10.29
- 《业绩低于预期,帝度品牌发展速度是亮点》, 2012.8.24

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

蔡益润 联系人  
(8621)61356501  
caiy@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.603	0.570	0.658	0.781	0.907
每股净资产(元)	2.47	2.98	3.38	3.93	4.56
每股经营性现金流(元)	0.25	0.70	1.15	0.81	0.95
市盈率(倍)	20.45	13.36	14.09	11.87	10.23
行业优化市盈率(倍)	41.37	32.77	32.77	32.77	32.77
净利润增长率(%)	6.35%	-5.50%	15.48%	18.72%	16.06%
净资产收益率(%)	24.42%	19.13%	19.46%	19.88%	19.87%
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

- **2012 年收入 40 亿元, “532” 战略规划需要用更快的发展速度来实现:** 2011 年底, 公司提出“532”战略规划, 即从 2012 年起用五年时间打造三大品类, 达到年销售洗衣机 800 万台, 冰箱 400 万台; 生活电器 600 万台; 核心部件 1000 万台套的战略目标, 达到 2016 年实现 200 亿销售收入。2012 年公司收入 40 亿元 (YoY 3.2%), 因此 532 计划需要用更快的发展速度来实现。假设 2016 年的确达到 200 亿收入, 公司净利率在此期间因出口业务和新产品的增长而降低到 6%, 估值给予 8-10 倍 PE 计算, 公司 2016 年市值可达 96-120 亿, 较当前市值 49 亿有 24-34% 的复合增速。
- **从技术、产能、渠道网络来看, 公司具备较好的规模快速增长基础:** 公司拥有领先的变频洗衣机及变频电机技术, 目前洗衣机产能 500 万台、冰箱一期产能 200 万台 (按规划还要扩建到 400 万台)、变频电机产能 200 万只, 销售渠道经过几年下沉的努力, 已经拥有 2.5 万个网点, 尽管相比龙头企业 3 万个以上的网点规模还有差距, 但在外资品牌中遥遥领先, 具备较好的规模快速增长基础。今年一季度公司实现收入增长 21%、净利润增长 17%, 市场份额提升, 也扭转了 2012 年因受大环境影响而滞涨的业绩。

## 盈利预测及投资建议

- **暂时维持前期预测:** 预计公司 2013-2015 年收入为 53.1、65.0 和 76.2 亿元, 同比增长 32.2%、22.3% 和 17.4%; 净利润为 3.51、4.16 和 4.83 亿元, 同比增长 15.5%、18.7% 和 16.1%; EPS 为 0.658、0.781 和 0.907 元。期待公司为实现“532”规划而业绩超预期。
- **现价 9.27 元对应 14.1×13EPS/11.9X14EPS,** 我们认为首先具备安全边际, 在内销多品牌运营和出口 OEM 策略下公司收入有快速增长的可能, 按上文假设公司 2016 年达到 200 亿收入、净利率降低到 6%、估值给予 8-10 倍 PE 计算, 2016 年市值可达 96-120 亿, 较当前市值 49 亿有 24-34% 的复合增速, 因此上调到“买入”评级。

## 风险

- 公司为实现“532”规划而利润率下降幅度超过我们预期的风险。

## 内容目录

合肥市对公司的快速增长要求高.....	3
1Q13 公司份额提升，增长优于行业.....	3
公司的变频洗衣机技术在国内居领先地位 .....	4
公司产能尚未完全释放，还有挖掘潜力 .....	5
公司的渠道建设较好，特别对于外资品牌优势明显 .....	5
盈利调整和投资建议 .....	5
附录：三张报表预测摘要 .....	6

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 图表目录

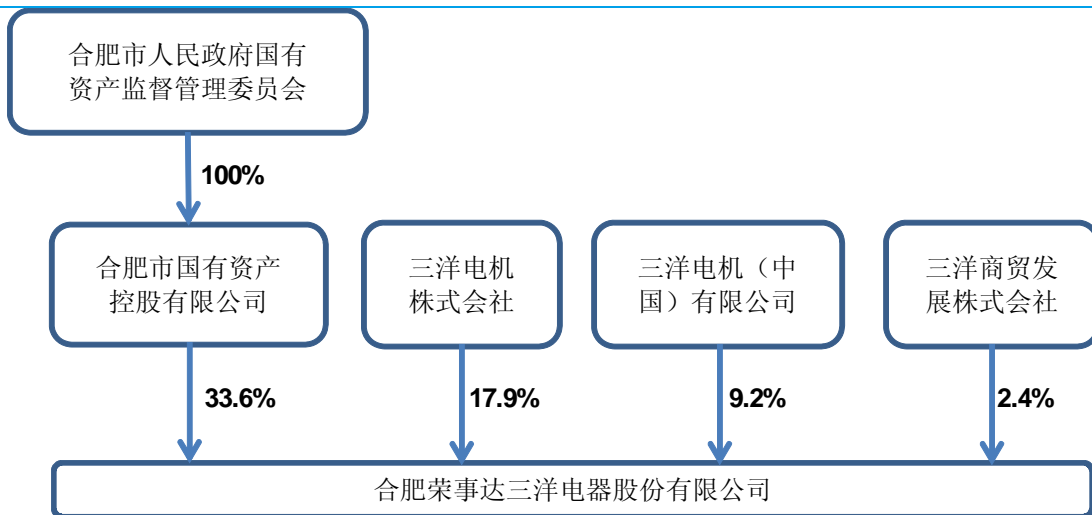
图表 1: 合肥三洋主要股东及持股比例.....	3
图表 2: 产业在线数据显示公司出货情况优于行业.....	4
图表 3: 中怡康数据显示，公司在零售端表现良好.....	4
图表 4: 直流变频电机与交流变频电机优势比较 .....	4

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 合肥市对公司的快速增长要求高

- 对于控股股东合肥市国资委来说，合肥三洋在当地属于规模较大的企业，对合肥市的 GDP、就业、税收均有较大影响：2011 年合肥市 GDP 为 3636 亿元，同年公司收入为 38.9 亿元，占比 1.1%，因此地方政府和国资委对公司的期望值一直较高。
- 在 2011 年 11 月，公司制定了新的“532”发展战略规划，即用五年时间打造白电、核心零部件、生活电器三大品类，达到年销售洗衣机 800 万台，冰箱 400 万台；生活电器 600 万台；核心部件 1000 万台套的战略目标，2016 年实现销售收入 200 亿。假设 2016 年的确达到 200 亿收入，公司净利率在此期间因出口业务和新产品的增长而降低到 6%，估值给予 8-10 倍 PE 计算，公司 2016 年市值可达 96-120 亿，较当前市值 49 亿有 24-34% 的复合增速。
- 2011 年 4 月松下电器完成收购三洋电机并通过三洋电机间接持有公司股权，间接称为公司第二大股东。由于松下电器的战略是使用统一的“Panasonic”品牌，因此我们认为在松下眼中公司的经济效益贡献有限。

图表1：合肥三洋主要股东及持股比例



来源：公司公告，国金证券研究所

## 1Q13 公司份额提升，增长优于行业

- 1Q13，洗衣机行业增速平平，根据产业在线数据，1Q13 我国洗衣机总销量为 1400 万台，与去年同期持平，其中内销 973 万台，同比增长 5.8%，出口 428 万台，同比下降 11%，累计库存 842 万台，同比增加 36%。零售市场趋势与企业出货量接近，中怡康数据显示，1Q13 我国洗衣机零售量累计增长 4.4%，零售额则受益于均价提升，达到 13.7%。
- 1Q13，合肥三洋洗衣机的增长明显优于行业，产业在线数据显示，公司 1Q13 累计销售量为 89 万台，同比增长 11.9%，份额提升 0.6 个点，达到 6.3%；其中内销 74 万台，同比增长 12.5%，份额提升 0.5 个点，为 7.6%；出口 15 万台，同比增长 9%，份额提升 0.6 个点，为 3.5%。库存为 47 万台，同比下降 29%。零售市场上三洋洗衣机的表现更好，中怡康数据显示，1Q13 三洋洗衣机累计零售量增长 23.8%，累计零售额增长 27.8%。累计零售量份额上升 1.7 个点，为 10.3%，累计零售额份额上升 1.2 个点，为 10.1%。

图表2: 产业在线数据显示公司出货情况优于行业

产业在线	洗衣机行业			合肥三洋		
	1Q12	1Q13	YoY	1Q12	1Q13	YoY
总销量	1400	1400	0.0%	79	89	11.9%
内销	919	973	5.8%	65	74	12.5%
出口	481	428	-11.0%	14	15	9.0%
库存	621	842	35.6%	66	47	-29.0%

单位: 万台

来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表3: 中怡康数据显示, 公司在零售端表现良好

中怡康	洗衣机行业			合肥三洋		
	1Q12	1Q13	YoY	1Q12	1Q13	YoY
零售量	291	303	4.4%	25	31	23.8%
零售额	563	640	13.7%	50	65	27.8%

单位: 万台, 百万元

来源: 中怡康, 国金证券研究所

- 根据中怡康数据, 帝度冰箱 1Q13 终端零售量为 10424 台, 其中 3 月单月销售 6314 台, 环比增速 201%, 由于基数过低, 同比数据无意义。
- 在洗衣机和冰箱产品销售增长的拉动下, 公司 1Q13 的收入增速达到 21.2%, 毛利率小幅上升 0.37 个百分点; 但是由于帝度品牌的投入较大, 销售费用率上升 1.7 个点, 符合我们在年报点评中的预期; 由于管理费用率下降了 0.6 个点, 净利率小幅下降 0.27 个点, 净利润增速 17.5%, 符合预期。

### 公司的变频洗衣机技术在国内居领先地位

- 公司在 2009 年 4 月与三洋爱科斯株式会社签订了《技术援助合同》, 接受了三洋爱科斯的技术援助, 并签订了《专利实施许可合同》, 提升自身技术实力。
- 目前, 公司的技术研发能力处于国内同行业领先水平, 其技术中心在 2010 年被国家发改委、科技部、财政部、海关总署、国家税务总局五部委联合认定为“国家认定企业技术中心”, 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, 也是参与变频标准起草、指定的唯一洗衣机厂商, 是变频洗衣机的领导者。
- 合肥三洋采用的变频电机技术是直流变频, 与交流变频相比, 在噪音、节能等方面具备优势。

图表4: 直流变频电机与交流变频电机优势比较

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%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 公司产能尚未完全释放，还有挖掘潜力

- 公司在 2011 年披露的《非公开发行股票预案》显示，当时公司拥有 500 万台洗衣机产能，参考公司 2012 年包括冰箱、洗衣机等白电总销量为 335 万台，因此我们预计公司现有产能尚未全部用足，应该也没有新增产能。
- 2012 年 2 月，公司的冰箱项目一期竣工投产、二期开工建设，共投建 3 条生产线，全部完工后将形成 400 万台冰箱产能。
- 公司目前的洗衣机变频电机产能约 200 万台，今年由于需求旺盛，电机有扩产的可能。

### 公司的渠道建设较好，特别对于外资品牌优势明显

- 目前公司的洗衣机有 2.5 万个网点，其中有 5000 个网点卖“帝度”冰箱。
- 同样主营白电的国内龙头美的和格力各自拥有 3 万家左右终端，与他们相比，公司的网点数量并不占优势，但是与外资品牌相比，公司的渠道在数量和深度上优势明显，例如美国企业惠而浦在国内的渠道集中于苏宁，终端数量和深度均有限。

### 盈利调整和投资建议

- 暂时维持前期预测：预计公司 2013-2015 年收入为 53.1、65.0 和 76.2 亿元，同比增长 32.2%、22.3%和 17.4%；净利润为 3.51、4.16 和 4.83 亿元，同比增长 15.5%、18.7%和 16.1%；EPS 为 0.658、0.781 和 0.907 元。期待公司为实现“532”规划而业绩超预期。
- 现价 9.27 元对应  $14.1 \times 13\text{EPS}/11.9 \times 14\text{EPS}$ ，我们认为首先具备安全边际，在内销多品牌运营和出口 OEM 策略下公司收入有快速增长的可能，按上文假设公司 2016 年达到 200 亿收入、净利率降低到 6%、估值给予 8-10 倍 PE 计算，2016 年市值可达 96-120 亿，较当前市值 49 亿有 24-34%的复合增速，因此上调到“买入”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	3,051	3,892	4,016	5,312	6,497	7,618	货币资金	442	347	515	970	973	1,172
增长率		27.6%	3.2%	32.3%	22.3%	17.3%	应收款项	1,428	1,910	1,891	2,282	2,791	3,273
主营业务成本	-2,040	-2,519	-2,667	-3,563	-4,373	-5,146	存货	583	665	755	837	1,026	1,208
%销售收入	66.9%	64.7%	66.4%	67.1%	67.3%	67.6%	其他流动资产	108	112	94	127	155	182
毛利	1,010	1,374	1,349	1,749	2,124	2,472	流动资产	2,562	3,034	3,255	4,215	4,944	5,835
%销售收入	33.1%	35.3%	33.6%	32.9%	32.7%	32.4%	%总资产	80.9%	81.6%	79.1%	81.8%	81.5%	82.3%
营业税金及附加	-3	-16	-23	-21	-26	-30	长期投资	2	2	1	1	1	1
%销售收入	0.1%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	429	514	621	726	898	1,032
营业费用	-527	-826	-781	-1,062	-1,293	-1,508	%总资产	13.6%	13.8%	15.1%	14.1%	14.8%	14.6%
%销售收入	17.3%	21.2%	19.4%	20.0%	19.9%	19.8%	无形资产	135	132	203	211	219	222
管理费用	-146	-174	-215	-271	-331	-389	非流动资产	606	684	860	940	1,121	1,258
%销售收入	4.8%	4.5%	5.4%	5.1%	5.1%	5.1%	%总资产	19.1%	18.4%	20.9%	18.2%	18.5%	17.7%
息税前利润 (EBIT)	335	358	329	394	474	544	资产总计	3,168	3,718	4,116	5,155	6,065	7,093
%销售收入	11.0%	9.2%	8.2%	7.4%	7.3%	7.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	7	4	4	1	5	应付款项	1,896	2,187	2,270	2,973	3,647	4,289
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	122	117	129	230	277	324
资产减值损失	-11	-21	-6	-6	-8	-4	流动负债	2,018	2,303	2,399	3,203	3,924	4,613
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	0	1	1	其他长期负债	102	99	103	103	0	0
%税前利润	n.a	0.1%	n.a	0.0%	0.1%	0.2%	负债	2,120	2,403	2,502	3,306	3,924	4,614
营业利润	325	344	327	392	469	546	普通股股东权益	1,048	1,316	1,587	1,802	2,093	2,431
营业利润率	10.6%	8.8%	8.1%	7.4%	7.2%	7.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	24	27	21	20	21	22	负债股东权益合计	3,168	3,718	4,089	5,155	6,065	7,093
税前利润	349	371	348	412	490	568	比率分析						
利润率	11.4%	9.5%	8.7%	7.8%	7.5%	7.5%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-47	-50	-45	-62	-73	-85	每股指标						
所得税率	13.5%	13.4%	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.907	0.603	0.570	0.658	0.781	0.907
净利润	302	321	304	351	416	483	每股净资产	1.966	2.469	2.978	3.382	3.928	4.563
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.922	0.248	0.704	1.146	0.806	0.947
归属于母公司的净利润	302	321	304	351	416	483	每股股利	0.180	0.100	0.150	0.197	0.234	0.272
净利率	9.9%	8.3%	7.6%	6.6%	6.4%	6.3%	回报率						
							净资产收益率	28.83%	24.42%	19.13%	19.46%	19.88%	19.87%
							总资产收益率	9.54%	8.64%	7.42%	6.86%	6.92%	6.86%
							投入资本收益率	27.67%	23.58%	18.10%	18.61%	19.26%	19.03%
							增长率						
							主营业务收入增长率	50.89%	27.59%	3.17%	32.29%	22.30%	17.25%
							EBIT增长率	42.24%	6.85%	-8.01%	19.71%	20.24%	14.81%
							净利润增长率	46.18%	6.35%	-5.50%	15.48%	18.72%	16.06%
							总资产增长率	60.09%	17.37%	9.97%	25.26%	17.64%	16.95%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	20.4	21.2	27.2	20.0	20.0	20.0
							存货周转天数	94.1	92.3	98.5	87.0	87.0	87.0
							应付账款周转天数	99.0	102.4	108.6	100.0	100.0	100.0
							固定资产周转天数	48.1	43.4	49.6	42.5	39.9	38.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-42.21%	-26.37%	-32.48%	-53.83%	-46.48%	-48.15%
							EBIT利息保障倍数	-283.0	-54.7	-74.7	-100.8	-331.7	-117.2
							资产负债率	66.93%	64.62%	61.20%	64.72%	65.21%	65.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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	0	2	3	3	3
增持	1	9	9	9	26
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.92	1.88	1.87	1.90

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 2011-08-22	增持	10.64	12.30 ~ 13.75
2 2011-10-26	增持	9.59	12.30 ~ 13.75
3 2011-11-28	增持	9.92	12.30 ~ 13.75
4 2012-04-23	增持	8.60	9.33 ~ 10.18
5 2012-06-04	增持	8.53	9.33 ~ 10.18
6 2012-08-24	增持	7.11	8.40 ~ 9.19
7 2012-10-29	增持	6.62	7.19 ~ 7.99
8 2013-04-18	增持	7.95	8.59 ~ 9.37

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net