

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 推荐

惠而浦入主带来诸多积极变化，进军广阔国际市场

——合肥三洋(600983)公司点评

核心观点

世界白电巨头惠而浦拟动用现金 34 亿元，收购日本三洋持有的全部合肥三洋股权并以现金认购定向增发股份，最终获得合肥三洋 51% 股权。

1、惠而浦入主将为公司带来多方面的提升。安徽省国资委对公司没有市值考核要求，相应激励不足。惠而浦入主将为公司带来管理水平、激励机制、出口市场方面的诸多积极变化，公司基本面得到实质性改善。我们预计，上市公司管理层将基本保持稳定。

2、洗衣机、冰箱是惠而浦的主要业务，与上市公司产生显著协同效应。惠而浦是有 102 年历史的世界 500 强公司，2012 年销售额 180 亿美元。惠而浦以制造洗衣机起家，逐渐扩展至冰箱、微波炉等厨房家电及小家电。惠而浦中国技术中心承担了全球洗衣机产品的研发任务，惠而浦在亚洲投资规模最大、功能最全的实验室之一并已获得中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 的“国家级实验室”认可证书。

3、惠而浦将把上市公司作为重要的全球出口基地，未来出口收入将成倍增长。2012 年上市公司出口金额仅为 6 亿元，内销受为 32.9 亿元。惠而浦将关闭一些效率较低的欧洲基地，部分产能将逐渐转移至上市公司，长期看公司出口收入将成倍增长并超过内销收入。公司具有较丰富的出口和 OEM 经验，洗衣机出口分为三部分：自主品牌帝度、三洋 OEM 以及伊莱克斯等国际品牌 OEM。预计整合后，帝度出口量将收缩。

4、冰洗未来将多品牌运作，三洋、帝度、荣事达品牌将保留。三洋退出后，2016 年三洋品牌使用权到期，我们认为三洋品牌继续使用的可能性更大，上市公司也在和三洋方面洽谈使用权问题。惠而浦冰洗在中国的份额很小，定位高端价位，50% 以上产品的零售价格在 3000 元以上，按中怡康的统计，上半年惠而浦冰洗在中国的零售额份额分别仅为 1% 和 3.2%，近几年不可能作为开发内销市场的主力品牌。荣事达作为中端品牌将保留，与惠而浦（高端）、帝度/三洋（中高端）形成互补。

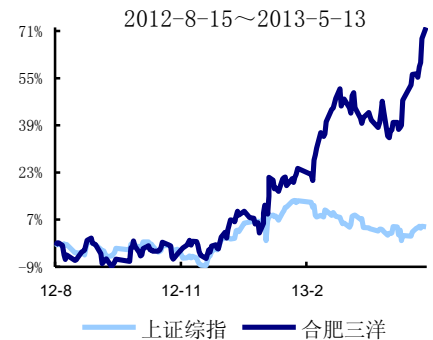
4、2013 年以来，三洋冰洗产品在零售终端表现较好。2013 上半年，三洋洗衣机零售量和零售额分别增长 22.4% 和 24.5%，零售量增速明显好于海尔、小天鹅的 -4.7% 和 18.8%。帝度冰箱 6 月已经实现盈亏平衡，全年将实现 50 万台以上销量。荣事达今年收入为 6 亿-7 亿元，超预期的可能性较大，但盈利能力难以提升，初期仍以走量占领市场为主。

投资建议：帝度冰箱上半年仍然亏损，今年业绩难超预期。假设 2014 年定增成功，按增发后总股本，预测公司 2013-2015 年的 EPS 为 0.70 元、0.61 元和 0.73 元。建议投资者把握回调带来的投资机会。

财务数据与估值

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万)	4,015.76	5,178.19	6,742.13	8,524.52
同比增速(%)	3.17	28.95	30.20	26.44
净利润(百万)	303.57	374.23	465.21	555.83
同比增速(%)	-5.5	23.28	24.31	19.48
EPS(元)	0.57	0.70	0.61	0.73
P/E	17.72	14.43	16.56	13.84

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	53280.00
流通A股(万股)	19670.04
52周内股价区间(元)	6.26-10.12
总市值(亿元)	52.80
总资产(亿元)	40.89
每股净资产(元)	2.98
目标价	6个月 11.2
	12个月 11.2

相关报告

- 《国都证券-公司研究-调研简报-合肥三洋(600983):变频洗衣机领航者蓄势待发》 2011-03-28
- 《国都证券-公司研究-公司点评-合肥三洋(600983):变频化与营销体系升级提升竞争优势》 2011-03-17
- 《国都证券-公司研究-公司快评-合肥三洋(600983):合肥三洋09年业绩电话交流会议纪要》 2010-03-16
- 《国都证券-公司研究-公司点评-合肥三洋(600983):变频洗衣机领航者蓄势待发》 2011-03-28

研究员:杨志刚

电话: 010-84183240

Email: yangzhigang@guodu.com

执业证书编号: S0940511070003

联系人:周红军

电话: 010-84183380

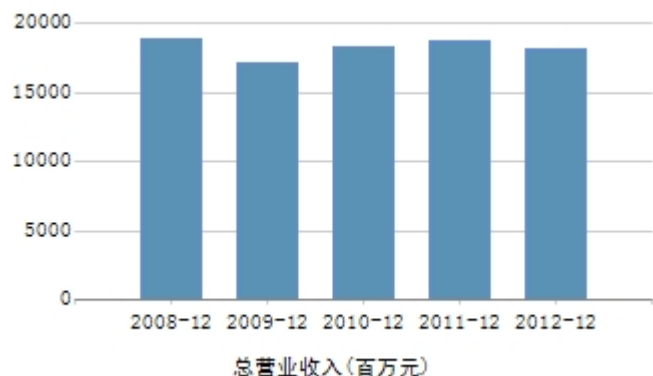
Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

一、惠而浦入主将带来显著协同效应

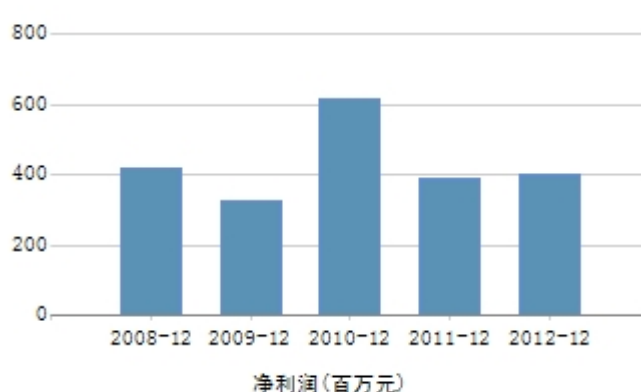
惠而浦公司 (Whirlpool Corporation) 创立于 1911 年, 总部位于美国密歇根州的奔腾港, 是世界上最大的大型家用电器制造商之一, 产品包括洗衣机/干衣机、微波炉、冰箱、空调、灶具抽油烟机、洗碗机、油热汀及家庭厨房垃圾处理机等 9 大系列, 2012 年营业收入为 181.4 亿美元。惠而浦旗下拥有 Whirlpool, Maytag, KitchenAid, Jenn-Air, Amana, Brastemp 和 Bauknecht 等众多知名国际品牌, 业务遍及全球 170 多个国家和地区, 在全球拥有 47 个生产基地, 26 个研发中心和 4 个设计中心。

图 1: 惠而浦营业收入 (美元)



资料来源: WIND

图 2: 惠而浦净利润 (美元)



资料来源: WIND

表 1: 惠而浦分地区收入规模

单位: 百万美元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
收入	北美	8913	11642	11735	10781	9592	9784	9582	9631
	拉美	1962	2692	3437	3704	3705	4694	5062	4950
	欧洲	3160	3432	3848	4016	3338	3227	3305	2874
	亚洲	422	457	557	593	654	855	881	847
占比	北美	61.65%	63.89%	59.94%	56.46%	55.48%	52.72%	50.89%	52.62%
	拉美	13.57%	14.77%	17.56%	19.40%	21.43%	25.29%	26.88%	27.05%
	欧洲	21.86%	18.83%	19.66%	21.03%	19.31%	17.39%	17.55%	15.70%
	亚洲	2.92%	2.51%	2.85%	3.11%	3.78%	4.61%	4.68%	4.63%

资料来源: Bloomberg

惠而浦以生产洗衣机起家, 发明了世界上第一台电动式洗衣机和第一台全自动洗衣机—搅拌洗衣机, 业务和合肥三洋高度重合, 协同效应显著。惠而浦中国技术中心承担了全球洗衣机产品的研发任务, 是惠而浦在亚洲投资规模最大、功能最全的实验室之一, 获得中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 的“国家级实验室”认可证书。

图 3: 合肥三洋国内外收入比重

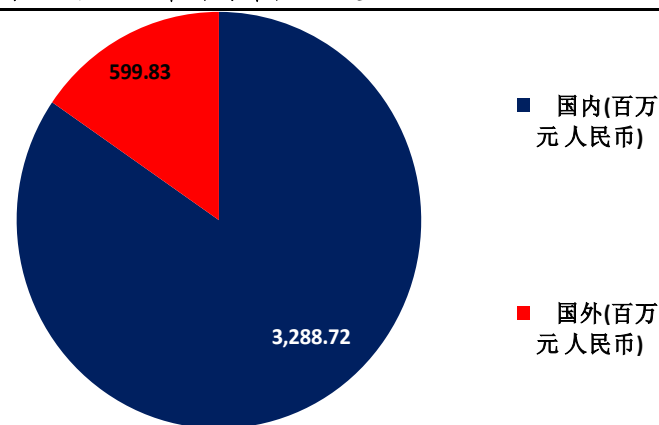
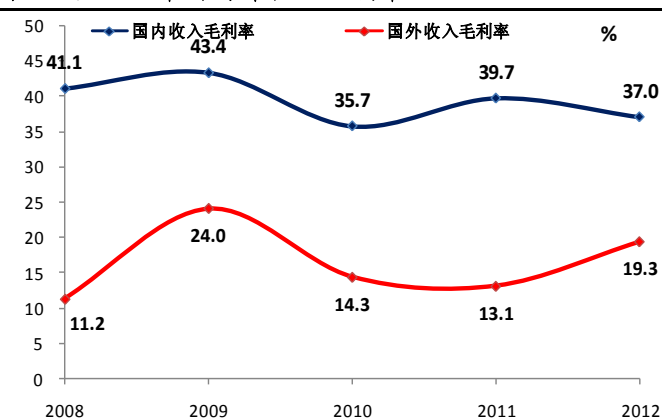


图 4: 合肥三洋国内外收入毛利率



资料来源: WIND

资料来源: WIND

2012年惠而浦在亚洲的收入比重仅为4.63%，50%以上的收入来自北美。惠而浦将关闭一些效率较低的欧洲基地，将把合肥三洋作为全球重要生产基地之一，部分产能将逐渐转移至上市公司，长期看公司出口收入将成倍增长，并超过内销收入。

表 2: 合肥三洋非定向增发募投项目

项目名称	投资总额 (万元)	募资投入金额 (万元)
年产 500 万台洗衣机变频技改项目	27,294.80	27,294.80
年产 1000 万台变频电机及控制系统技改扩建项目	62,318.80	62,318.80
年产 400 万台节能环保高端冰箱扩建项目	59,983.40	59,983.40
市场营销体系建设项目	20,932.80	20,932.80
补充流动资金	28,063.35	28,063.35
合计	198,593.15	198,593.15

资料来源: 公司公告

本次发行完成后，广东惠而浦微波炉业务与上市公司可能存在同业竞争，惠而浦集团将促使广东惠而浦微波炉的股东于本次发行完成后 36 个月内，本着公平原则按照市场公允价格将广东惠而浦的微波炉业务整合进公司。在广东惠而浦的股东将广东惠而浦的微波炉业务整合进公司前的过渡期内，惠而浦集团将促使广东惠而浦的股东于 2013 年 12 月 31 日前与公司签署附生效条件的托管协议，将广东惠而浦的生产经营托管给公司，相关托管费用将按照届时市场公允价格确定。

海信惠而浦（浙江）电器有限公司是惠而浦与海信科龙的合资企业，惠而浦持股比例为 50%，主营洗衣机、冰箱、及其部件的开发、生产和组装，与合肥三洋形成同业竞争。惠而浦承诺，如与海信科龙未能就上述海信惠而浦 50% 的股权处理方案达成一致，惠而浦集团承诺，将本着消除同业竞争的原则将该部分股权作出妥善安排。

二、2013 年冰洗业务增长势头良好

2013 上半年，三洋洗衣机零售量和零售额分别增长 22.4% 和 24.5%，零售量增速明显好于海尔、小天鹅的 -4.7% 和 18.8%。荣事达份额大幅度下降，但主要原因是荣事达今年才转由合肥三洋经营。我们预计荣事达今年收入为 6 亿-7 亿元，超预期的可能性较大，但运营初期仍以走量占领市场为主，对盈利能力不能抱有太多期望。帝度冰箱 6 月已实现盈亏平衡，全年将实现 50 万台以上销量。

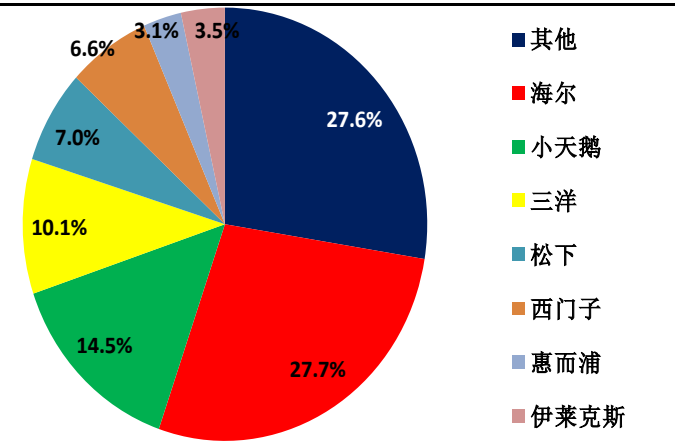
表 3: 2013 年上半年主要洗衣机品牌零售量/零售额的份额及增速

排名	品牌	零售量 YOY	零售额 YOY	零售量 份额	份额同比增减 (百分点)	零售额 份额	份额同比增减 (百分点)
1	海尔	-4.70%	5.62%	27.73%	-3.61	26.86%	-2.79
2	小天鹅	18.78%	23.33%	14.51%	1.25	13.58%	0.68
3	三洋	22.42%	24.49%	10.06%	1.22	9.61%	0.65
4	松下	-9.75%	-7.13%	6.97%	-1.40	8.84%	-2.31
5	西门子	35.92%	37.98%	6.61%	1.32	13.10%	1.94
6	惠而浦	15.56%	19.50%	3.05%	0.20	3.21%	0.09
7	伊莱克斯	39.05%	23.98%	3.50%	0.79	1.79%	0.11
8	美的	13.54%	11.38%	4.80%	0.23	3.33%	-0.16
9	海信	95.49%	128.48%	1.92%	0.84	1.24%	0.60
10	三星	31.49%	57.08%	2.48%	0.41	4.67%	1.14
17	荣事达	-61.36%	-60.04%	0.59%	-1.08	0.31%	-0.62

资料来源: 中怡康

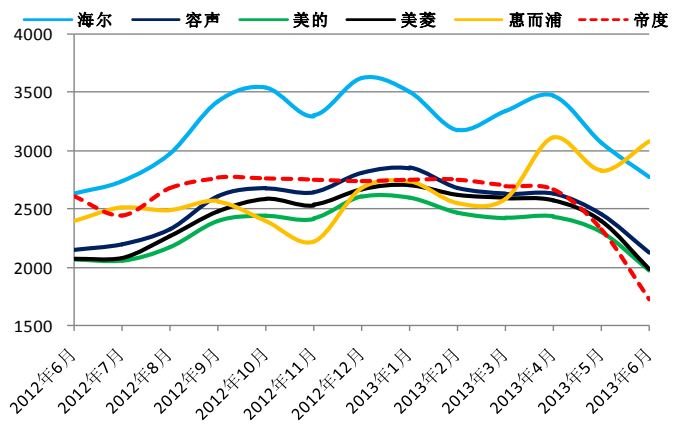
图 5: 2013 上半年洗衣机零售额市场份额

图 6: 最近一年洗衣机市场零售额份额变化

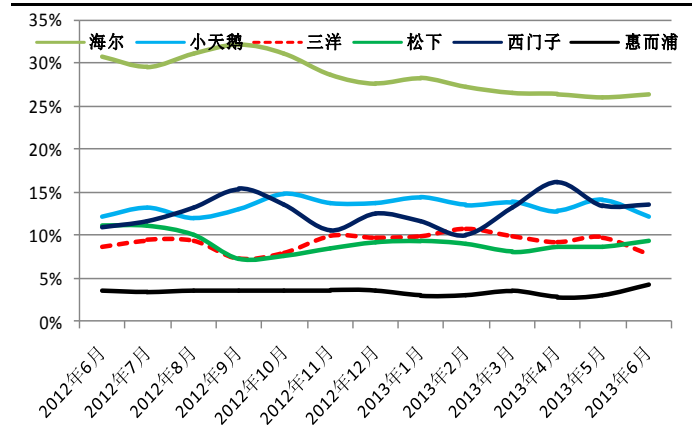


资料来源：中怡康

图 7：最近一年冰箱零售均价

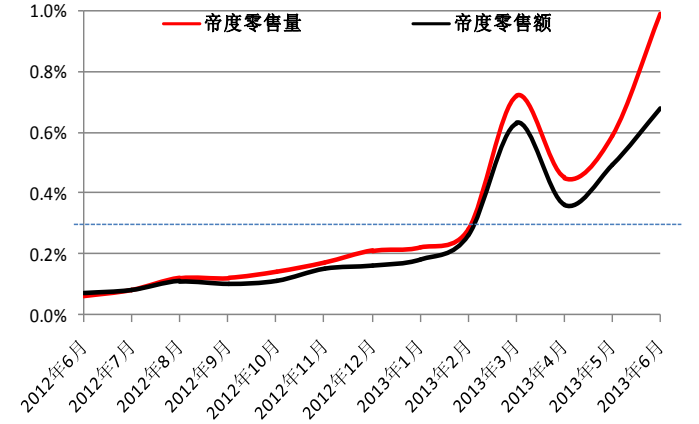


资料来源：中怡康



资料来源：中怡康

图 8：最近一年帝度零售份额



资料来源：中怡康

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
赵宪栋	传媒、建材、零售	zhaoxiandong@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁、公用事业	wangshubao@guodu.com
刘洵	IT	liuyun@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色、新能源	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			