

证券研究报告—深度跟踪报告

家用电器

白色家电

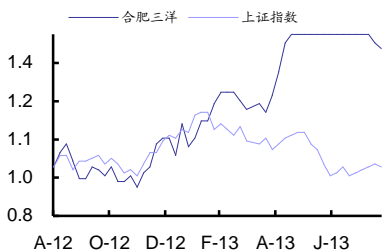
合肥三洋 (600983)

谨慎推荐

合理估值: 12.9 元 昨收盘: 9.52 元 (维持评级)

2013年 08 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	533/197
总市值/流通(百万元)	5,072/1,873
上证综指/深圳成指	2,104/8,342
12个月最高/最低(元)	10.90/6.12

相关研究报告:

- 《合肥三洋-600983-2012年半年报点评:下半年销售表现有好转迹象》——2012-08-24
- 《合肥三洋-600983-2011年年报点评:冰箱等新产品盈利需待时日》——2012-02-27
- 《合肥三洋-600983-新产品拉动下的三季度增速回升》——2011-10-26
- 《合肥三洋-600983-突出变频产品优势、多元化经营加快》——2011-03-16
- 《合肥三洋-600983-仍将分享滚筒洗衣机消费上升的收益增加》——2010-10-25

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

公司分析

收入规模空间打开、多品牌经营布局较好

● 多品牌经营架构表现较好

公司目前形成了自主品牌帝度、荣事达、可授权用品牌三洋的多品牌经营架构,帝度和荣事达销售进展好于预期,洗衣机销售在2013年出现较好的恢复增长。2013年1-6月洗衣机内销量同比增长30%,冰箱销售约27万台,超过去年全年20万台,荣事达品牌二季度开始销售获得3亿元收入。13年1-6月公司收入25亿元,归属母公司股东的净利润1.94亿元,分别同比增长46%和22%,符合预期。

● 惠而浦将成为公司控股股东,打开公司未来的收入规模空间

三洋电机将持有的1.57亿股转让给惠而浦,同时公司向惠而浦增发2.34亿股,预计14年中股权转让和发行完成,完成后惠而浦持有公司51%的股权,成为控股股东。公司将成为惠而浦在亚洲的重要制造和研发中心,预计成长目标在2017年收入达到200亿元。如能较好实施,则估算公司收入和利润在13到17年复合增速达到35%和22%,如增加其他新品类产销还会超出此目标。2012年惠而浦集团收入181亿美元,净利润4亿美元。

● 渠道激励和扩展出现成效

2013年预计网络销售达到7亿元以上,同比增长140%。各地营销公司考核更多的将收入与业绩挂钩,渠道激励和扩展均出现较好的成效。

● 风险提示

多品牌使用衔接难度增加。

● 维持“谨慎推荐”评级

惠而浦成为公司控股股东后,制造订单的快速增加可以给公司收入带来很大的提升空间,预定目标2017年达到收入200亿元,2019年达到500亿元,但同时运营成效和盈利能力需要等到2015年之后才能逐步印证,我们预期公司与惠而浦会商定相应的盈利能力锁定区间。另外增加惠而浦品牌使用权后,联合之前的三个品牌,多个品牌的使用衔接也将考验公司的经营能力。在经营团队变化上,预期金友华先生将继续担任公司董事长。我们仍然维持对公司的“谨慎推荐”评级,后期会给予持续跟踪来考虑是否上调评级。预期公司2013、2014年每股收益0.71、0.89元,利润增速分别为24、25%。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,892	4,016	5,502	7,097	9,652
(+/-%)	27.6%	3.2%	37.0%	29.0%	36.0%
净利润(百万元)	321	304	377	473	576
(+/-%)	6.3%	-5.5%	24.2%	25.4%	21.8%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.57	0.71	0.89	1.08
EBIT Margin	9.4%	8.6%	7.7%	7.5%	6.8%
净资产收益率(ROE)	24.4%	19.1%	19.8%	20.5%	20.6%
市盈率(PE)	15.8	16.7	13.6	10.8	8.9
EV/EBITDA	18.5	22.0	18.0	15.9	15.5
市净率(PB)	3.9	3.2	2.7	2.2	1.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

当前多品牌经营进展表现较好 .....	3
帝度、荣事达品牌布局加快 .....	3
后期多个品牌间的过度衔接需要合理安排 .....	4
13 到 14 年费用投入持续较高 .....	5
惠而浦将成为控股股东、带来收入规模快速提升 .....	5
计划 2017 年达到 200 亿收入规模 .....	5
募集资金用于提升高端产品制造能力、扩展渠道 .....	7
未来成效印证需要时间 .....	7
盈利预测和估值分析 .....	8
主要假设条件 .....	8
估值分析 .....	8
维持“谨慎推荐”评级 .....	9
附表 2: 财务预测与估值 .....	10

## 图表目录

图 1: 2013 年 1-6 月公司收入结构 (%) .....	4
图 2: 公司分季度的收入、净利润、增速 (百万元、%) .....	4
图 3: 波轮洗衣机主要品牌零售市场份额变化 (按金额) .....	4
图 4: 滚筒洗衣机主要品牌零售市场份额变化 (按金额) .....	4
图 5: 惠而浦集团收入和利润率 (百万美元、%) .....	6
图 6: 惠而浦集团 2012 年收入按品类划分 (%) .....	6
表 1: 公司分产品收入和同比增速 (万元、%) .....	3
表 2: 公司分产品毛利率 (%) .....	3
表 3: 公司内外销收入、毛利率、收入占比 (万元、%) .....	4
表 4: 惠而浦和帝度品牌冰箱的近期市场份额变化 (%) 按销量 .....	5
表 5: 公司销售费用各项支出、同比增速和占比 (万元、%) .....	5
表 6: 惠而浦集团收入按销售区域分布 (百万美元) .....	6
表 7: 惠而浦中国主要经营指标 (万元) .....	6
表 8: 募集资金投入计划、预期收入利润 (万元) .....	7
表 9: 公司分产品收入和增速预期 (万元、%) .....	8
表 10: 公司分产品毛利率预期 (%) .....	8
表 11: 公司盈利预测主要假设条件 .....	9
表 12: 资本成本假设 .....	9
表 13: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元) .....	9

## 当前多品牌经营进展表现较好

### 帝度、荣事达品牌布局加快

- ✓ **洗衣机:** 2012年公司销售洗衣机约310万台,其中出口60万台。2013年1-6月公司内销洗衣机约140万台,同比增长30%多,按品类来看约31万台为滚筒洗衣机,按品牌来看其中大约1/3是标示帝度品牌或者帝度+三洋品牌。出口洗衣机上半年约为36万台,同比下滑12%。
- ✓ **冰箱:** 2012年公司销售冰箱约20万台,2013年1-6月冰箱上半年销售约27万台,实现快速增长,全部使用帝度品牌,未来还会逐步增加荣事达品牌在冰箱品类的使用,公司表示上半年冰箱基本实现盈亏平衡。全年如较为顺利公司将销售冰箱60多万台,比去年的20万台获得大幅增长,收入达到约7.5亿元左右。
- ✓ **荣事达:** 荣事达品牌从2013年4月份开始销售,经过一个季度的时间获得了3亿元收入,公司为了在荣事达品牌回归后获取经销商的更多认同,短期在出厂价上给予了一定程度的优惠,因此短期还没有产生多少盈利。公司对该品牌重视程度超出我们预期,计划5年销售收入达到40亿元。2013年如进展顺利该品牌收入将达到10亿元,14年目标实现近100%的快速增长达到20亿元,虽有难度但公司表示将努力达成,再经过两年时间达成40亿元收入目标。荣事达品牌将同时用于冰箱和洗衣机两个品类产品上。

公司已经完成了目前三个品牌同时销售的布局,三洋、帝度定位中高端,荣事达的定位还在调整确定当中。评价而言帝度品牌的进展程度好于预期,在洗衣机中占比逐步上升,冰箱的销售进展虽没有盈利但销量还是表现较好,荣事达品牌则还需要进一步的观察。

表 1: 公司分产品收入和同比增速 (万元、%)

(万元)	2011年	2012年	2012年 1-6月	2013年 1-6月	13年 1-6月同比增速
洗衣机	355,452	339,001	147,588	189,040	28.09%
微波炉	12,723	13,341	7,914	11,710	47.96%
电机	9,690		2,170	6,124	182.23%
冰箱		23,681	11,458	41,294	260.38%
其他	11,375	25,552	4,529	5,676	25.33%
合计收入	389,241	401,576	173,659	253,844	46.17%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司分产品毛利率 (%)

毛利率	2012年 1-6月	2013年 1-6月
洗衣机	33.70%	38.07%
微波炉	31.99%	17.88%
电机	13.44%	38.95%
冰箱	36.69%	23.84%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司未来将在自主品牌上以帝度、荣事达为主导,三洋品牌缓步过度,冰箱和洗衣机两个品类并进。惠而浦集团成为公司控股股东后还将增加惠而浦品牌的使用,多品牌和多品类的管理经营难度增加,从目前布局来看进展较好。

在电机产品销售上,目前大部分销售为变频电机,公司在此产品上具备较好的技术积累和优势。由于未来主要收入增长还是冰箱洗衣机,以及与惠而浦公司的制造订单进展,因此这部分不成为盈利成长的主要推动力。

公司虽然已经公告三洋电机拟将所持公司股权转让给惠而浦,但对三洋品牌的使用

授权仍将在 2016 年底之后继续延续，最少延续 5 年，或者可能更长的延续期。

表 3: 公司内外销收入、毛利率、收入占比 (万元、%)

地区名称	2011 年		2012 年		2012 年 1-6 月		2013 年 1-6 月		13 年 1-6 月 收入增速
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	
国内	323,259	39.7%	328,872	37.0%	136,667	36.9%	219,837	36.36%	60.86%
国外	54,621	13.1%	59,983	19.3%	32,463	19.5%	28,331	22.48%	-12.73%
出口收入占比	9.9%		14.5%		15.4%		19.2%		

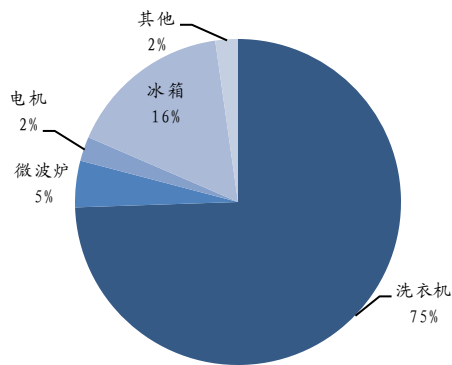
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

在冰箱收入快速增长的带动下，公司 2013 年 1-6 月内销收入 21.98 亿元，同比增长 60.9%，但出口收入由于客户结构的调整以及外部需求、汇率变化的因素，收入 2.83 亿元同比下滑 12.7%。

分季度来看，13 年二季度公司的收入和利润增速分别为 84% 和 28%，高于一季度 21% 和 17% 的增速表现。一方面得益于荣事达品牌在二季度销售 3 亿元，如果剔除荣事达品牌的收入，公司二季度收入增速下降到 41%，另一方面是冰箱收入增速的提升。

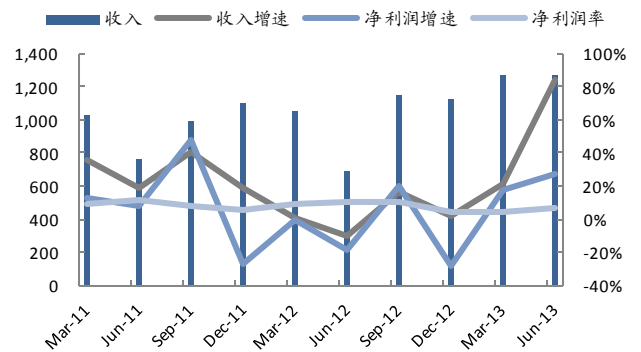
公司计划目标 2013 年完成收入 55 亿元，获得净利润 3.3 亿元，预期将在完成收入增速的基础上，利润会超出预算。

图 1: 2013 年 1-6 月公司收入结构 (%)



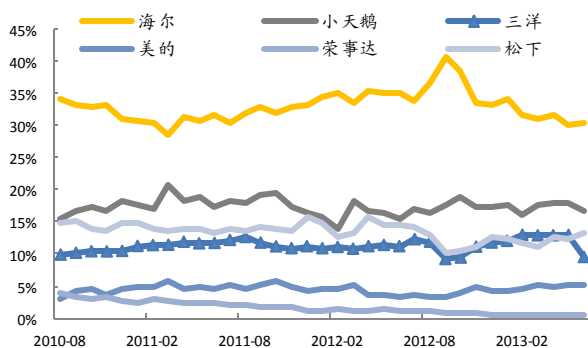
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司分季度的收入、净利润、增速 (百万元、%)



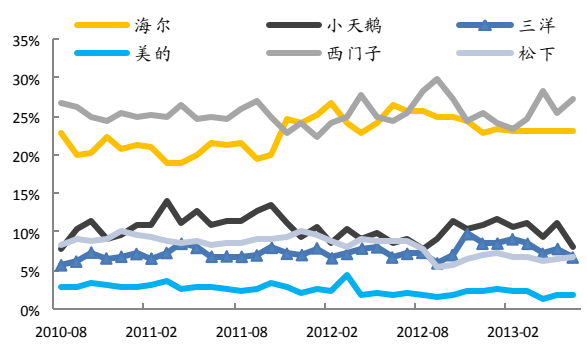
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 波轮洗衣机主要品牌零售市场份额变化 (按金额)



资料来源: 中怡康、国信证券经济研究所整理

图 4: 滚筒洗衣机主要品牌零售市场份额变化 (按金额)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 后期多个品牌间的过度和衔接需要合理安排

帝度品牌冰箱的上升势头很好，按中怡康统计很快会进入前五名序列中，目前帝

度品牌冰箱大概在中怡康统计中市占率排名 15 到 20 名之间，与惠而浦品牌冰箱的市占率相比差距不断缩小。荣事达品牌二季度销售 3 亿元虽有铺货的原因，但表现也属超预期。总体而言公司当前多个品牌经营进展表现良好。

当前公司使用三洋、帝度和荣事达品牌，惠而浦成为公司控股股东后，惠而浦品牌会授权给公司使用。公司因此会在较长时间内同时可以使用四个品牌，公司必然要有选择的进行使用和布局。虽然三洋品牌会有相当长的使用过度期，预计会在 2016 年底延续至少 5 年以上的时间，但终究是要逐步放弃使用，惠而浦品牌是否能完全替代帝度品牌或者如何更好地衔接和过度，或者是同时使用，对公司未来的经营都将是不可避免的问题。短期多品牌运营效果是比较理想的，但 2015 年之后需要观察公司在这方面的调整 and 变化。

**表 4: 惠而浦和帝度品牌冰箱的近期市场份额变化 (%) 按销量**

品牌	12年6月	12年9月	12年12月	13年1月	13年2月	13年3月	13年4月	13年5月	13年6月	13年累计
惠而浦	0.80%	0.73%	1.04%	0.85%	0.95%	1.25%	0.83%	0.75%	1.32%	0.98%
帝度	0.06%	0.12%	0.21%	0.22%	0.28%	0.72%	0.45%	0.59%	0.99%	0.57%

资料来源：中怡康、国信证券经济研究所整理

### 13 到 14 年费用投入持续较高

2012 年是公司推广帝度品牌较为密集的一年，尤其冰箱获得了 20 万台的销售，但总体而言公司 2012 年销售费用并没有出现增长。13 年公司的销售费用投入出现明显上升，包括促销费用、广告费用上升都较为明显。我们考虑 13 和 14 年是公司对帝度和荣事达品牌的推广年份，因此预期这两年都将是公司费用投入持续较高的年份。2015 年随着公司制造惠而浦公司订单的比率增加，相应的费用比率投入会有所减少。

2013 年公司销售费用支出 5.4 亿元，同比增长 80%，其中促销费占比为 38%，同比增 97%，对应职工薪酬同比增 166%，占到销售费用的 14.9%，广告费用同比增 133%，占销售费用的 8%。

**表 5: 公司销售费用各项支出、同比增速和占比 (万元、%)**

	2012年1-6月	2013年1-6月	同比增速	占比
促销费	10,373	20,415	96.8%	37.7%
运输费	4,197	6,956	65.7%	12.8%
市场建设费	3,142	1,843	-41.4%	3.4%
职工薪酬	3,027	8,050	166.0%	14.9%
售后服务费	2,610	3,390	29.9%	6.3%
广告费	1,931	4,508	133.4%	8.3%
出口费用	1,172	1,367	16.6%	2.5%
租赁费	1,386	1,653	19.3%	3.0%
差旅费	592	837	41.2%	1.5%
业务费	1,242	3,799	205.8%	7.0%
办公费	344	396	15.1%	0.7%
维修费	34	597	1634.8%	1.1%
其他	91	383	320.2%	0.7%
合计	30,142	54,193	79.8%	100.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 惠而浦将成为控股股东、带来收入规模快速提升

### 计划 2017 年达到 200 亿收入规模

惠而浦中国与公司股东三洋电机、三洋中国签订《股份转让协议》，惠而浦中国拟受让三洋电机、三洋中国合计持有的公司股份 1.57 亿股，占公司现有总股本的 29.51%，转让价 14.15 亿元，每股价格 9 元。

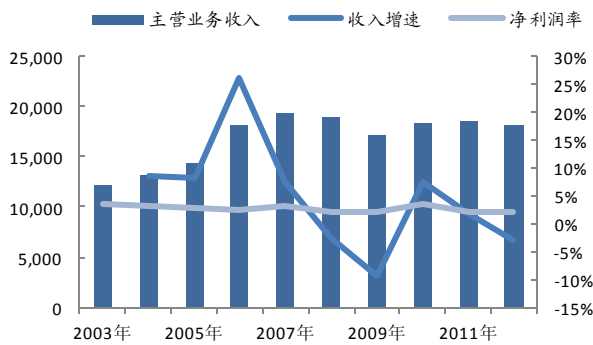
在三洋向惠而浦股权转让完成后，公司将向惠而浦中国非公开发行股票 2.34 亿股，每股价格 8.5 元，股权转让及增发完成后，惠而浦中国将持有公司 51% 的股权，成为公司第一大股东。合计惠而浦付出 34 亿元。

估计完成股份转让和定向增发要到 2014 年年中或之后一些时间，因此此次控股股东变化对公司短期 13 年业绩不会产生影响。但会对公司从 2015 年之后的经营模式和收入规模产生相当大的影响，公司将成为惠而浦在亚洲地区的重要生产基地，惠而浦给公司带来的出口以及内销订单都会快速扩大。以较为顺利的合作趋势预期，2017 年目标达到收入 200 亿元，2020 年达到 500 亿元收入目标。即计划 2015 到 2017 年收入复合增速达到 40%，增加的收入来源包括：

- ✓ 自主品牌增长：荣事达品牌销售收入计划 2016 年达到 40 亿元；帝度品牌收入计划 3 年复合增速 40%，三洋品牌保持平稳增长
- ✓ 以惠而浦品牌在国内的生产和销售
- ✓ 惠而浦带来的出口订单
- ✓ 在惠而浦支持下发展其他新品类产品的生产和销售

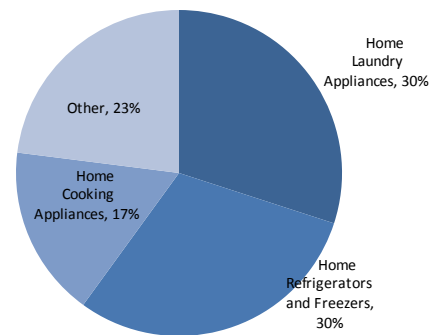
在 2015 到 2017 年收入快速增长的同时，由于出口订单收入的大量增加，公司的净利润率会出现下降，参考行业目前合理的利润率估算，公司到 2015 年后净利润率将下降到 4% 左右。

图 5：惠而浦集团收入和利润率（百万美元、%）



资料来源：BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

图 6：惠而浦集团 2012 年收入按品类划分 (%)



资料来源：BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

表 6：惠而浦集团收入按销售区域分布（百万美元）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
North America	11,642	11,735	10,781	9,592	9,784	9,582	9,631
Latin America	2,692	3,437	3,704	3,705	4,694	5,062	4,950
Europe	3,432	3,848	4,016	3,338	3,227	3,305	2,874
Asia	457	557	593	654	855	881	847

资料来源：BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

惠而浦中国 2012 年销售收入 12 亿元，亏损 4654 万元。惠而浦集团 2012 年收入 181 亿美元，归属母公司股东的净利润 4 亿美元，集团 2012 年在亚洲区域获得 8.47 亿美元收入，收入占比接近 5%，主要销售收入一直主要来源于北美和美洲。

表 7：惠而浦中国主要经营指标（万元）

	2012 年	2012 年
营业收入	120,521	资产总计 78,940
净利润	-4,654	股东权益合计 -19,247

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 募集资金用于提升高端产品制造能力、扩展渠道

公司向惠而浦定向增发募集的 19.86 亿元将用于公司提升高端产品的制造能力，同时扩展渠道网点。

扩充冰箱、洗衣机和电机的意向是公司过去一直想要完成的，之前做过相应的增发计划，除此之外，我们看到此次募集资金投入当中公司对营销体系的扩充也投入相当大。

公司当前的营销体系：

- ✓ 总部营销公司直接管理华北、华东、中南、西南4个片区的销售渠道
- ✓ 45家销售分公司、200多个办事处、1,000多家技术服务中心、20,000多个销售网点。

渠道体系新建包括：

- ✓ 新增营销分公司 2 个，二级办事处 40 个
- ✓ 新增洗衣机、微波炉品类专柜零售市场 500 家、渠道市场 8,000 家，逐步完善零售市场 4,200 家、渠道市场 13,000 家
- ✓ 新增冰箱新品专柜零售市场 800 家、渠道市场 1,000 家；
- ✓ 在全国 45 个分公司建立 200 家专卖店和 100 家店中店；
- ✓ 建设三四级市场直销模式或搭建联合办事处 200 家；
- ✓ 筹建电子商务公司，借助京东、天猫、苏宁云商、亚马逊等有影响力的第三方电子商务平台搭建网络专卖专营店；
- ✓ 新增 2 万平方米总部仓储中心和 4 万平方米区四大片区区域配送中心，建设并形成完善的物流信息网络；
- ✓ 建设完善 ERP 管理系统，实现售后服务系统的升级换代。

2012 年公司通过网络销售获得的收入为 3 亿元，2013 年上半年网络销售就已经有 3 亿多元，同比增长 180%，预计 13 年全年网络销售超过 7 亿元，同比增长 140% 或更高。2012 年公司通过京东销售 1.24 亿元，占到收入比率的 3%，2013 年上半年通过京东销售 9849 万元，占收入比率 3.9%。

**表 8: 募集资金投入计划、预期收入利润 (万元)**

序号	项目名称	募集资金投入金额	产能	营业收入	利润总额	建设期
1	年产 500 万台洗衣机变频技改	27,294.80	提升变频洗衣机产能至 400 万台，普通洗衣机降至 100 万台	90,600	8,052.9	24 个月
2	年产 1,000 万台变频电机及控制系统技改扩建	62,318.80	新增年产变频电机 800 万台及程控器 500 万台	257,000	22,740.8	24 个月
3	年产 400 万台节能环保高端冰箱扩建	59,983.40	新增年产 400 万台节能环保高端冰箱	880,000	77,222.9	24 个月
4	市场营销体系建设项目	20,932.80				24 个月
5	补充流动资金	28,063.35				
	合计	198,593.15				

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 未来成效印证需要时间

合资公司运营成效在过往的实例来看各有不同，SEB 成为苏泊尔的控股股东后，融合成效颇为显著，公司获得了经营效率和收入规模的提升。但也有不少不成功的案例，惠而浦与海信在 2008 年成立合资公司，各占 50% 的股权，致力于冰箱和洗衣机产品的产销合作，也许由于股权比率设置不合理或者其他原因，运营成效并不理想。惠而浦成为公司控股股东后，肯定不会类似与海信的合作缺乏投入，但实际出口订单的实现程度、惠而浦品牌在中国的运营改变成效、盈利能力的保持等都需要时间的印证。

## 盈利预测和估值分析

### 主要假设条件

冰箱：2012 年公司销售冰箱约 20 万台，2013 年预计上升到 60 多万台，计划目标 2014 年达到 100 万台。

洗衣机：荣事达品牌在 2014 年将加快推进，公司计划目标达到收入 20 亿元，比 2013 年高出 10 亿元。

2014 年惠而浦成为公司控股股东后，相应的冰箱、洗衣机制造订单快速增加，微波炉订单转移至公司，使得相应产品收入增速上升，但同时毛利率会发生适度下降。所用收入预期暂时不考虑新品类制造的增加，以公司当前的状况而言，由于经营模式、多品牌的转换，预期公司会基于保守考虑不会很快增加其他品类产品的生产销售。

我们预计 2013 和 2014 年公司保持较高的销售费用开支，到 2015 年由于惠而浦带来的制造订单收入增加，销售费用支出比率相应有所下降。

按以上假设条件，我们预期公司 2013、2014 年每股收益 0.71、0.89 元。利润增速分别为 24%、25%。

**表 9: 公司分产品收入和增速预期 (万元、%)**

	收入				收入同比增速		
	2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
洗衣机	339,001	433,921	546,741	738,100	28%	26%	35%
微波炉	13,341	19,345	23,794	34,263	45%	23%	44%
电机		12,000	15,000	21,000		25%	40%
冰箱	23,681	78,149	117,223	164,113	230%	50%	40%
其他		6,750	7,000	7,700		20%	10%
合计收入	401,576	550,165	709,758	965,176	37%	29%	36%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

**表 10: 公司分产品毛利率预期 (%)**

毛利率假设	2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
洗衣机	37%	38%	38%	34%
微波炉	19%	18%	18%	16%
电机		34%	35%	34%
冰箱	23%	24%	23%	20%
其他		5%	5%	5%
综合毛利率	33.59%	34.7%	34.4%	30.6%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

### 估值分析

公司的未来经营路径与其他同类公司会有很大的不同，这是由于控股股东即将发生改变所带来的，因此我们认为相对估值方法用在公司当前状态并不合理，因此我们目前采用绝对估值方法。

绝对估值方法：合理价值约 12.97 元

除我们前面盈利预测的假设部分外，制造加工订单假设使得公司 16-19 年保持收入快速增加。预期公司净利润率在 2016 年下降到 5%，进一步逐步下降到 3-4% 之间。结合其他资本成本假设条件。我们用绝对估值方法 FCFE 得到公司合理价值为 12.04—14.07 元，均值 12.97 元。



**表 11: 公司盈利预测主要假设条件**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	27.59%	3.17%	37.00%	29.00%	36.00%	40.00%	35.00%	30.00%	30.00%	10.00%
毛利率	35.29%	33.59%	34.70%	34.40%	30.60%	29.00%	27.50%	26.00%	25.00%	25.00%
管理费用/营业收入	4.39%	5.28%	5.10%	5.00%	4.80%	4.50%	4.30%	4.00%	4.00%	4.00%
销售费用/销售收入	21.22%	19.44%	21.30%	21.30%	18.50%	18.00%	17.50%	17.00%	16.50%	16.00%
营业税及附加/营收	0.41%	0.58%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税税率	13.39%	12.82%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
股利分配比率	18.86%	10.94%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

**表 12: 资本成本假设**

无杠杆 Beta	0.93	T	14.00%
无风险利率	4.50%	Ka	11.48%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	0.94
公司股价 (元)	9.62	Ke	11.53%
发行在外股数 (百万)	533	E/(D+E)	99.03%
股票市值(E, 百万元)	5126	D/(D+E)	0.97%
债务总额(D, 百万元)	50	WACC	11.47%
Kd	5.90%	永续增长率 (10 年后)	0.2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

**表 13: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果 (元)**

<b>12.97</b>	11.1%	11.3%	11.53%	11.7%	11.9%
0.8%	14.07	13.72	13.38	13.06	12.75
0.6%	13.91	13.57	13.24	12.93	12.62
0.4%	13.76	13.43	13.10	12.80	12.50
0.2%	13.61	13.29	12.97	12.67	12.38
0.0%	13.47	13.15	12.84	12.55	12.26
-0.2%	13.33	13.02	12.72	12.43	12.15
-0.4%	13.20	12.90	12.60	12.32	12.04

资料来源：

## 维持“谨慎推荐”评级

公司当前在帝度、荣事达两个自主品牌上的进展好于预期，冰箱销售虽没有产生利润但收入提升较快。三洋品牌上可以获得较长时间的延续使用，可以给公司较好的缓冲发展自主品牌的时间来调整。

未来惠而浦成为公司控股股东后，制造订单的快速增加可以给公司收入带来很大的提升空间，预定目标 2017 年达到收入 200 亿元，2019 年达到 500 亿元，但同时运营成效和盈利能力需要等到 2015 年之后才能逐步印证，我们预期公司与惠而浦会商定相应的盈利能力锁定区间。另外增加惠而浦品牌使用权后，联合之前的三个品牌，多个品牌的使用衔接也将考验公司的经营能力。在经营团队变化上，预期金友华先生将继续担任公司董事长。

基于以上因素，我们仍然维持对公司的“谨慎推荐”评级，后期会给予持续跟踪来考虑是否上调评级。

预期公司 2013、2014 年每股收益 0.71、0.89 元。

## 附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	515	756	923	1090	营业收入	4016	5502	7097	9652
应收款项	1891	2412	3111	4231	营业成本	2667	3593	4656	6698
存货净额	755	981	1272	1832	营业税金及附加	23	22	28	39
其他流动资产	94	129	166	226	销售费用	781	1172	1512	1786
<b>流动资产合计</b>	<b>3255</b>	<b>4277</b>	<b>5473</b>	<b>7378</b>	管理费用	215	292	366	475
固定资产	594	709	862	1203	财务费用	(4)	(1)	(1)	(1)
无形资产及其他	203	192	181	169	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	35	35	35	35	资产减值及公允价值变动	(6)	(7)	(7)	(7)
长期股权投资	1	1	1	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4089</b>	<b>5215</b>	<b>6551</b>	<b>8786</b>	营业利润	327	418	529	649
短期借款及交易性金融负债	0	50	50	50	营业外净收支	21	21	21	21
应付款项	1897	2551	3307	4762	<b>利润总额</b>	<b>348</b>	<b>439</b>	<b>550</b>	<b>670</b>
其他流动负债	502	604	781	1072	所得税费用	45	61	77	94
<b>流动负债合计</b>	<b>2399</b>	<b>3205</b>	<b>4138</b>	<b>5885</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>304</b>	<b>377</b>	<b>473</b>	<b>576</b>
其他长期负债	103	103	103	103					
<b>长期负债合计</b>	<b>103</b>	<b>103</b>	<b>103</b>	<b>103</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2502</b>	<b>3307</b>	<b>4241</b>	<b>5987</b>	净利润	304	377	473	576
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(15)	(6)	0	0
股东权益	1587	1907	2309	2799	折旧摊销	51	45	52	63
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4089</b>	<b>5215</b>	<b>6551</b>	<b>8786</b>	公允价值变动损失	6	7	7	7
					财务费用	(4)	(1)	(1)	(1)
					营运资本变动	34	(33)	(94)	7
					其它	15	6	0	0
					<b>经营活动现金流</b>	<b>394</b>	<b>397</b>	<b>439</b>	<b>652</b>
					资本开支	(107)	(150)	(200)	(400)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(106)</b>	<b>(150)</b>	<b>(200)</b>	<b>(400)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(33)	(57)	(71)	(86)
					其它融资现金流	(53)	50	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(120)</b>	<b>(7)</b>	<b>(71)</b>	<b>(86)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>168</b>	<b>240</b>	<b>168</b>	<b>166</b>
					货币资金的期初余额	347	515	756	923
					货币资金的期末余额	515	756	923	1090
					企业自由现金流	305	226	218	232
					权益自由现金流	252	277	219	233

关键财务与估值指标				
	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.57	0.71	0.89	1.08
每股红利	0.06	0.11	0.13	0.16
每股净资产	2.98	3.58	4.33	5.25
ROIC	20%	22%	24%	26%
ROE	19%	20%	20%	21%
毛利率	34%	35%	-21468 26265 00%	31%
EBIT Margin	8%	8%	8%	7%
EBITDA Margin	9%	9%	8%	7%
收入增长	3%	37%	29%	36%
净利润增长率	-5%	24%	25%	22%
资产负债率	61%	63%	65%	68%
息率	1%	1%	1%	2%
P/E	16.9	13.6	10.8	8.9
P/B	3.2	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	20.1	18.0	15.9	15.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	闫莉	010-88005316
<b>固定收益</b>		<b>交通运输</b>		<b>机械</b>	
赵婧	021-60875174	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
		岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
<b>商业贸易</b>		<b>钢铁及新材料</b>		<b>房地产</b>	
孙菲菲	0755-82130722	郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
				黄道立	0755-82130685
				刘宏	0755-22940109
<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>		<b>电子</b>	
吴琳琳	0755-82130833-1867	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
朱振坤	010-88005317	丁丹	0755-82139908	陈平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
<b>计算机</b>		<b>传媒</b>		<b>纺织服装及日化</b>	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
<b>电力及公共事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>银行</b>	
陈青青	0755-22940855	邵子钦	0755-82130468	王婧	
		田良	0755-82130470		
		童成墩	0755-82130513		
<b>轻工</b>		<b>建筑工程及建材</b>		<b>家电</b>	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678		
<b>通信</b>		<b>电力设备</b>		<b>新能源</b>	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>		<b>农业</b>	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
<b>金融工程</b>		<b>基金评价与研究</b>			
戴军	0755-82133129	李腾	010-88005310		
林晓明	021-60875168	蔡乐祥	0755-82130833-1368		
秦国文	0755-82133528	钱晶	021-60875163		
张璐楠	0755-82130833-1379	潘小果	0755-82130843		
郑亚斌	021-60933150				
陈志岗	0755-82136165				
马瑛清	0755-22940643				
吴子昱	0755-22940607				

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺	010-66020272 18611847166	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	梁丹	15107552991
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		