

合肥三洋 (600983.SH) 白色家电行业

评级: 买入 维持评级

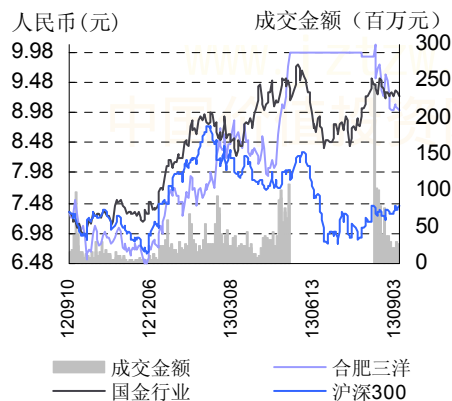
公司研究简报

市价(人民币): 9.03元
目标(人民币): 12.02-12.66元

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)	48.11
年内股价最高最低(元)	10.10/6.48
沪深 300 指数	2357.78
上证指数	2139.99



相关报告

1. 《荣事达回归和帝度品牌拉动增长》，2013.8.23
2. 《公司将多重受益于惠而浦控股》，2013.8.14
3. 《532 规划需要用更快的发展速度来实现》，2013.5.10

蔡益润

出口订单空间细化, 内销品牌多层次布局

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	0.707	0.910	1.181
每股净资产(元)	2.47	2.98	3.42	4.05	4.88
每股经营性现金流(元)	0.25	0.70	1.17	1.03	1.39
市盈率(倍)	20.45	13.36	12.77	9.92	7.65
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%	24.09%	28.77%	29.72%
净资产收益率(%)	24.42%	19.13%	20.70%	22.46%	24.20%
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

- **出口订单转移提供确定性的收入增长:** 公司承接出口订单转移的形式有三种, 包括电机采购转移、国内 OEM 转移和海外产能转移, 提供收入空间可达 150 亿元以上, 其中采购转移和国内 OEM 转移的速度较快, 而海外产能转移速度偏慢。出口订单的利润率低于自有品牌业务。
- **公司的品牌布局将逐步转向以惠而浦和荣事达为主:** 短期内, 公司将同时使用三洋、帝度、荣事达和惠而浦四个品牌; 长期来看, 主要品牌将是惠而浦和荣事达, 而帝度将成为定位比惠而浦更高端的品牌, 规模有所收缩。但就今年而言, 帝度的建设费用仍较高。对于惠而浦品牌, 公司计划恢复其中高端定位, 而目前该品牌默默无闻, 反而有利于重新建设品牌形象。我们看好三洋原有管理团队的管理能力以及对本土市场的理解, 结合惠而浦的技术和品牌, 有望在大陆将惠而浦培养成不逊于三洋的品牌。
- **上半年荣事达品牌表现良好, 电子商务渠道增长迅速:** 上半年荣事达品牌实际销售仅一个季度, 实现约 3 亿元收入(终端销售, 不包括铺货), 超我们预期。公司进行渠道区隔的战略运行较好, 下半年将继续拓展渠道, 争取实现全年 10 亿元的收入目标。电子商务渠道上半年增速高达 180%, 全年收入有望达到总收入的 15-20%。

投资建议

- **小幅上调前期盈利预测:** 预计 2013-2015 年收入为 55、80 和 112 亿元, 同比增长 37%、44%和 41%; 净利润 3.7、4.9 和 6.3 亿元, 同比增长 24%、29%和 30%; 对应摊薄前 EPS 为 0.71、0.91 和 1.18 元, 摊薄后 EPS 为 0.49、0.63 和 0.82 元。
- **现价 9.03 元对应摊薄前 12.8 × 13EPS/9.9 × 14EPS, 摊薄后 18.4 × 13EPS/14.3 × 14EPS。** 考虑到业绩增速以及订单转移超预期的可能性, 且 2016 年之后仍有增长空间, 给予摊薄后 14 年 19-20 倍估值, 对应目标价 12.02-12.66 元, 存在 33-40%上涨空间, 维持买入评级。但是考虑到审批时间较长、业绩需要验证, 短期上涨动力恐不足。

内容目录

出口订单转移提供收入增长的确定空间	3
公司的品牌布局：未来将以惠而浦和荣事达为主	3
短期内使用四品牌，逐步转向以惠而浦和荣事达为主	3
公司计划将惠而浦定位为中高端品牌	3
荣事达：覆盖中低端市场的重要品牌	4
电子商务渠道增长迅速	4
盈利预测和投资建议：	4
附录：惠而浦在中国的历次失败经历与原因	4
与北京雪花冰箱厂合资	4
控股上海水仙洗衣机	5
控股顺德蚬华微波炉	5
控股深圳蓝波空调	5
失败原因总结及展望	5
附录：三张报表预测摘要	6

出口订单转移提供收入增长的确定空间

- 公司承接惠而浦出口订单转移的形式有三种：
 - 变频电机的采购转移。惠而浦全球采购变频电机 1000 万套，计划先转移约 200 万套至公司，预计审批完成后很快就可以开始供应。
 - 国内 OEM 转移：即把在国内采购的 OEM 产品转移到三洋，包括微波炉、冰箱和洗衣机等。惠而浦每年在国内采购的 10 亿美金产品中，约 70% 是冰洗产品，将逐步全部转移至合肥三洋。国内 OEM 的转移速度将比较快，特别是微波炉。
 - 产能转移：即关闭海外的工厂，把产能转移到国内。惠而浦在欧洲有 1500 万套冰洗的产能，有望先转移三分之一，预计运作时间较长，至少 1 年后才可能开始转移，而转移完成需要 1.5-2 年。而 500 万套冰洗产能可达来约百亿元收入。
 - 出口订单中，成熟产品（包括洗衣机、冰箱、微波炉、电机）的利润率较高，而新产品（包括空调、热水器和厨电产品）的成本高，为维持价格优势，预计利润率偏低。未来公司承接产能转移将先从成熟产品开始。
- 电机和微波炉的产能扩张计划：
 - 目前公司的变频电机产能为 200 万台，以洗衣机电机为主，计划增加至 500 万台，以满足自用、供应惠而浦和外销其他客户的需求。未来计划增加冰箱用变频电机的产能。
 - 外销电机的订单增长较快，但低于公司的预期，原因是节能政策引导产业升级的速度慢于预期，因此变频电机普及率偏低。上半年公司外销电机的数量约为数十万台。
 - 公司现有微波炉产能 100 万台，计划扩至 500 万台，以承接惠而浦产能转移。

公司的品牌布局：未来将以惠而浦和荣事达为主

短期内使用四品牌，逐步转向以惠而浦和荣事达为主

- 目前公司的洗衣机销售收入中，单独三洋品牌：三洋+帝度双品牌：单独帝度品牌=55：30：15。目前来看，三洋品牌应可继续使用至 2019 年。
- 短期内，公司将同时使用三洋、帝度、荣事达和惠而浦四个品牌。长期来看，公司计划使用的主要品牌是惠而浦和荣事达。
- 帝度将定位于比惠而浦更高的高端品牌，待惠而浦品牌在大陆取得一定成功后，帝度的规模将有所收缩。但今年而言，帝度的费用投入仍较高。

公司计划将惠而浦定位为中高端品牌

- 目前惠而浦品牌在国内的定位过低，缺乏产品的系统规划，没有发挥出惠而浦的技术实力和品牌影响力，其原因主要在于团队的管理和操作未能适应本土市场。
- 如顺利获得惠而浦品牌在大陆的使用权，公司计划恢复惠而浦的中高端定位，而目前惠而浦品牌在国内市场可说是默默无闻，反而有利于公司重塑其品牌形象。
- 惠而浦如果实现控股三洋，将保留原有管理团队不变。我们看好三洋原有管理团队的管理能力以及对本土市场的理解，结合惠而浦的技术和品牌，有望在大陆将惠而浦培养成不逊于三洋的品牌。

荣事达：覆盖中低端市场的重要品牌

- 荣事达预计全年收入可达到 10 个亿左右, 约占公司总收入的 20%, 明年的目标是完成 20 个亿 (包括洗衣机和冰箱产品)。上半年荣事达只销售了一个季度, 实现约 3 个亿收入 (仅确认的销售收入, 不包括铺货), 表现良好, 超我们预期。
- 为了避免和现有品牌左右互搏, 公司选择新经销商、建立独立渠道来运作荣事达品牌, 因此荣事达品牌对于公司将是增量。目前来看该策略的运作效果良好, 除苏宁、国美等部分渠道无法区隔之外, 70%的渠道实现独立运作。
- 目前荣事达品牌主要面向三四级市场, 目前仅有约 7000 个网点, 未来将进一步拓展。另外从今年下半年开始, 荣事达还将逐步进入苏宁、国美渠道、电子商务渠道, 从而实现收入的快速增长。

电子商务渠道增长迅速

- 上半年公司电商销售同比增速高达 180%, 以洗衣机为主, 还有少量冰箱和微波炉。
- 公司的电子商务合作伙伴包括苏宁易购、天猫等, 其中和苏宁易购合作的费用较高, 而与天猫合作的费用则相对便宜。

盈利预测和投资建议:

- 小幅上调盈利预测: 预计 2013-2015 年公司收入为 55.2、79.6 和 112.2 亿元, 同比增长 37.4%、44.3%和 40.9%; 净利润 3.77、4.85 和 6.29 亿元, 同比增长 24.1%、28.8%和 29.7%; 对应摊薄前 EPS 为 0.71、0.91 和 1.18 元, 摊薄后 EPS 为 0.49、0.63 和 0.82 元。
- 现价 9.03 元对应摊薄前 12.8×13EPS/9.9×14EPS, 摊薄后 18.4×13EPS/14.3×14EPS。考虑到业绩增速以及订单转移超预期的可能性, 且 2016 年之后仍有增长空间, 因此给予摊薄后 14 年 19-20 倍估值, 对应目标价 12.02-12.66 元, 存在 33-40%上涨空间, 维持买入评级。但是考虑到审批时间较长、业绩需要验证, 短期上涨动力恐不足。

附录：惠而浦在中国的历次失败经历与原因

惠而浦在 1994 年正式进入中国市场, 先后经历了与北京雪花冰箱合资、控股上海水仙洗衣机、收购顺德蚬华微波炉和深圳蓝波空调等多次与中国企业的合作:

与北京雪花冰箱厂合资

- 1995 年 2 月, 惠而浦与北京雪花冰箱厂合资建立北京惠而浦-雪花电器公司, 注册资本 2900 万美元。
- 之后, 惠而浦仅着手提高原材料采购质量, 而并未加强合资公司的技术、质量、渠道、品牌建设等重要的经营要素, 特别是明明拥有先进的无氟冰箱技术, 却误判市场, 认为处于发展中国家的中国消费者不可能接受价格较高的无氟冰箱, 因而继续生产有氟冰箱, 导致被海尔、新飞等国产品牌抢先引入无氟冰箱, 失去了市场主导权。
- 最终, 由于巨额亏损, 惠而浦将股份以 200 万美元的价格出售给了雪花冰箱厂, 结束了本次合作。

控股上海水仙洗衣机

- 1995年5月，惠而浦与上海水仙电器合资成立了惠而浦-水仙洗衣机厂，惠而浦以55%的股权实现控股，并在1997年将持股比例提升至80%。
- 惠而浦控股后，控制了合资公司的生产、销售、管理等重要环节，与水仙原有管理层就管理权发生矛盾。同时惠而浦并未使用水仙原有的完善销售渠道，而是自行建立销售队伍和渠道；但是由于外方管理层并不适应中国的渠道结构，新渠道建设并不成功，而水仙的原有渠道也萎缩了。
- 2002年，该厂转为惠而浦的洗衣机OEM生产基地，并于2009年关闭。

控股顺德蚬华微波炉

- 1998年，惠而浦投资3000万元购买顺德蚬华65%的股份。当时，蚬华年产能为40万台，正处于上升阶段，是当时微波炉市场的领导者。
- 当时微波炉市场正在快速变化，格兰仕等掀起了激烈的价格战，但是惠而浦的决策程序过于冗长，每一项市场方案都必须呈报美国总部审批方可实行，往往需要数月时间，导致公司失去时机和优势。
- 国内微波炉市场被格兰仕和美的垄断，蚬华转向出口代工。

控股深圳蓝波空调

- 1996年，惠而浦收购了当时市场占有率尚低的深圳蓝波空调。
- 但是被收购后不久，蓝波空调的资金链发生困难，而惠而浦总部拒绝提供资金支持，从而令惠而浦-蓝波空调的业务难以为继。
- 2000年8月，蓝波空调被出售给了以色列空调商以莱特公司。

失败原因总结及展望

- 回顾历史，惠而浦有多次与中国企业合资的经历，其失败的原因主要在于：
 - 缺乏对本土市场的了解，在产品规划、渠道选择上多次犯错，品牌定位模糊。
 - 过于强调控制权和管理权，未能发挥本土团队的经营智慧。
 - 对本土团队授权不充分，决策程序过于冗长，导致错失市场机遇。
- 因此，我们认为如果惠而浦能够吸取教训，给予中国管理团队更为充分的授权，将美国的技术实力和品牌与本土企业对中国消费者和渠道的理解结合起来，有望取得成功。而现在惠而浦决定保留以董事长金总为首的团队，让我们看到希望。

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	5,517	7,963	11,217	货币资金	442	347	515	983	1,095	1,508
增长率		27.6%	3.2%	37.4%	44.3%	40.9%	应收款项	1,428	1,910	1,891	2,370	3,420	4,820
主营业务成本	-2,040	-2,519	-2,667	-3,684	-5,532	-8,079	存货	583	665	755	865	1,297	1,897
%销售收入	66.9%	64.7%	66.4%	66.8%	69.5%	72.0%	其他流动资产	108	112	94	131	196	285
毛利	1,010	1,374	1,349	1,833	2,432	3,138	流动资产	2,562	3,034	3,255	4,349	6,009	8,510
%销售收入	33.1%	35.3%	33.6%	33.2%	30.5%	28.0%	%总资产	80.9%	81.6%	79.1%	82.2%	84.3%	87.1%
营业税金及附加	-3	-16	-23	-22	-32	-45	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	-1,115	-1,481	-1,907	%总资产	13.6%	13.8%	15.1%	13.7%	12.6%	10.6%
%销售收入	17.3%	21.2%	19.4%	20.2%	18.6%	17.0%	无形资产	135	132	203	211	219	222
管理费用	-146	-174	-215	-270	-358	-460	非流动资产	606	684	860	940	1,121	1,258
%销售收入	4.8%	4.5%	5.4%	4.9%	4.5%	4.1%	%总资产	19.1%	18.4%	20.9%	17.8%	15.7%	12.9%
息税前利润 (EBIT)	335	358	329	426	561	726	资产总计	3,168	3,718	4,116	5,289	7,129	9,767
%销售收入	11.0%	9.2%	8.2%	7.7%	7.0%	6.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	7	4	4	4	8	应付款项	1,896	2,187	2,270	3,077	4,586	6,656
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	122	117	129	242	336	463
资产减值损失	-11	-21	-6	-7	-15	-16	流动负债	2,018	2,303	2,399	3,318	4,922	7,119
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	0	0	其他长期负债	102	99	103	103	0	0
%税前利润	n.a	0.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,120	2,403	2,502	3,421	4,922	7,120
营业利润	325	344	327	423	550	718	普通股股东权益	1,048	1,316	1,587	1,820	2,160	2,600
营业利润率	10.6%	8.8%	8.1%	7.7%	6.9%	6.4%	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	5,289	7,129	9,767
税前利润	349	371	348	443	571	740	比率分析						
利润率	11.4%	9.5%	8.7%	8.0%	7.2%	6.6%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-47	-50	-45	-66	-86	-111	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	0.707	0.910	1.181
净利润	302	321	304	377	485	629	每股净资产	1.966	2.469	2.978	3.416	4.053	4.880
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	1.170	1.027	1.390
归属于母公司的净利润	302	321	304	377	485	629	每股股利	0.180	0.100	0.150	0.212	0.273	0.354
净利率	9.9%	8.3%	7.6%	6.8%	6.1%	5.6%	回报率						
							净资产收益率	28.83%	24.42%	19.13%	20.70%	22.46%	24.20%
							总资产收益率	9.54%	8.64%	7.42%	7.19%	6.85%	6.47%
							投入资本收益率	27.67%	23.58%	18.10%	19.90%	22.06%	23.72%
							增长率						
							主营业务收入增长率	50.89%	27.59%	3.17%	37.39%	44.33%	40.85%
							EBIT增长率	42.24%	6.85%	-8.01%	29.36%	31.52%	29.51%
							净利润增长率	46.18%	6.35%	-5.50%	24.09%	28.77%	29.72%
							总资产增长率	60.09%	17.37%	9.97%	28.51%	34.80%	37.00%
							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	40.9	32.6	25.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-42.21%	-26.37%	-32.48%	-54.00%	-50.72%	-57.97%
							EBIT利息保障倍数	-283.0	-54.7	-74.7	-108.9	-125.8	-90.1
							资产负债率	66.93%	64.62%	61.20%	65.28%	69.50%	73.25%

来源: 公司年报、国金证券研究所

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	7	7	7	11
增持	0	11	11	11	20
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.68	1.68	1.68	1.70

来源: 朝阳永续

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。

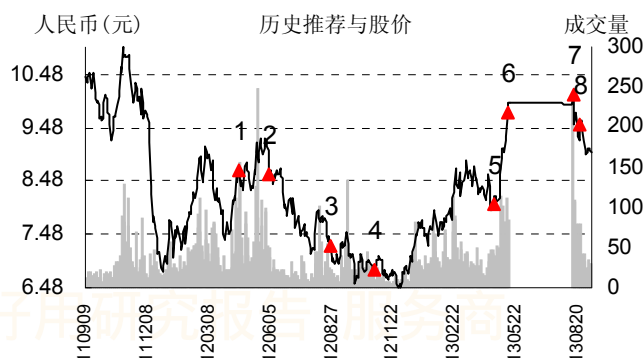
最终评分与平均投资建议对照:

1.00 = 买入; 1.01~2.0 = 增持; 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-23	增持	8.68	9.33 ~ 10.18
2 2012-06-04	增持	8.61	9.33 ~ 10.18
3 2012-08-24	增持	7.27	8.40 ~ 9.19
4 2012-10-29	增持	6.81	7.19 ~ 7.99
5 2013-04-18	增持	8.06	8.59 ~ 9.37
6 2013-05-10	买入	9.75	12.50 ~ 12.50
7 2013-08-14	买入	10.10	12.48 ~ 13.08
8 2013-08-23	买入	9.56	12.48 ~ 13.08

来源: 国金证券研究所



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