



Research and  
Development Center

# 惠而浦入主 力助公司进入快速发展期

—— 合肥三洋（600983.sh）调研报告

2014年01月03日

王镛

家电行业分析师

证券研究报告 公

司研究——调研报告

合肥三洋

(600983.sh)

公司研究——调研

报告 合肥三洋

(600983.sh)

公司研究——调研报

告 合肥三洋

(600983.sh)

合肥三洋

(600983.sh)

合肥三洋(600983.sh)

## 惠而浦入主 力助公司进入快速发展期

### 公司调研报告

2014年01月03日

#### 本期内容提要:

- ◆ **多品牌多产品战略初见成效。**2012年开始全面展开“多品牌、多产品”战略后，公司在2013年前三季度展现了较快的发展势头，均超过行业平均增速：收入和净利增长39.64%和25.36%，前三季度洗衣机销量增长11.54%，上半年冰箱收入增长260.37%，电机收入增长182%。
- ◆ **惠而浦入主将助推公司快速发展。**惠而浦入主上市公司后，将其中国地区的冰洗业务整合到上市公司来，并将转移部分白电产能，公司将形成“惠而浦”、“三洋”、“帝度”、“荣事达”四大品牌并行发展，公司的产品和技术将会有飞跃性提高；2014年开始惠而浦的微波炉和电机（均约200万台）等订单开始向上市公司转移，将增厚公司业绩；同时由此次增发收购募集的资金将主要为加大冰洗产能和变频电机产能，完善现有营销体系，提升公司的产品结构和销售渠道能力。我们看好公司未来三年的产能和销售增长，尤其是2014年之后随着与惠而浦的整合全面开始之后，公司的销售规模将明显扩大。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们提高之前的盈利预测（假设2014年股本增加2.34亿股）：2013-2015年EPS分别为0.74元、0.67元、0.97元（前次预测分别为0.66元、0.76元、0.84元），对应2014/1/2股价的PE为21x、23x、16x，维持“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**惠而浦收购、定向增发顺利完成；冰洗产品市场占比持续提高；业绩增长超预期。
- ◆ **风险因素：**冰洗市场需求出现下滑，行业竞争加剧；与惠而浦融合过程中出现问题。

#### 盈利预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	3,892.41	4,015.76	5,639.55	7,796.45	11,734.12
增长率 YoY %	27.59%	3.17%	40.44%	38.25%	50.51%
归属母公司净利润(百万元)	321.23	303.57	392.73	513.17	745.58
增长率 YoY%	6.35%	-5.50%	29.37%	30.67%	45.29%
毛利率%	35.29%	33.59%	34.45%	33.98%	33.61%
净资产收益率 ROE%	27.19%	20.92%	22.19%	16.09%	15.60%
每股收益 EPS(元)	0.60	0.57	0.74	0.67	0.97
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.69	0.83	1.00
市盈率 P/E(倍)	25	27	21	23	16
市净率 P/B(倍)	6.22	5.16	4.19	2.66	2.30

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2014年1月2日收盘价, 2014年假设增发2.34亿股

买入 增持 持有 卖出

上次评级: 2013.05.02

#### 合肥三洋相对沪深300表现



王镁 行业分析师

执业编号: S1500513100001

联系电话: +86 10 63081086

邮箱: wangmo@cindasc.com

## 目录

投资聚焦.....	1
公司 2013 年前三季度回顾.....	2
前三季度销售平稳增长，业绩好于白电行业平均水平.....	2
行业位置稳固，多产品发展更加均衡.....	4
惠而浦入主，整合多品牌白电业务，竞争力持续加强.....	7
募投项目扩大中高端冰洗及电机产能.....	10
盈利预测、估值与投资评级.....	13
产品销售收入和盈利预测.....	13
公司估值和评级.....	15
风险因素分析.....	16

## 表目录

表 1: 上市公司与惠而浦签订的主要协议.....	7
表 2: 家电多品牌运作.....	9
表 3: 募投项目计划.....	10
表 4: 公司洗衣机内销的增长预测.....	13
表 5: 公司洗衣机出口的增长预测.....	13
表 6: 公司冰箱的销售增长预测.....	13
表 7: 主要产品的收入成本预测.....	14
表 8: 冰洗行业内上市公司盈利一致预期与估值比较.....	15

## 图目录

图 1: 前三季度白电主要公司收入增速 (%).....	2
图 2: 前三季度白电主要公司归属上市公司股东净利润增速 (%).....	2
图 3: 季度营收和净利增速比较.....	2
图 4: 单季度毛利率和净利率比较.....	2
图 5: 前三季度白电主要公司毛利率 (%).....	3
图 6: 前三季度白电主要公司净利率 (%).....	3
图 7: 公司洗衣机产量情况.....	3
图 8: 公司洗衣机销量情况.....	3
图 9: 不同容量洗衣机的市场占比情况.....	4
图 10: 不同价格洗衣机的市场占比情况.....	4
图 11: 公司洗衣机市场销售量占比.....	5
图 12: 公司洗衣机市场销售额占比.....	5
图 13: 公司各产品贡献收入的占比情况.....	5
图 14: 公司各产品贡献利润的占比情况.....	5
图 15: 洗衣机电机产、销增速比较.....	6
图 16: 公司的洗衣机市场份额比较.....	6
图 17: 惠而浦集团的营收和净利.....	8
图 18: 惠而浦中国的营收和净利.....	8
图 19: 惠而浦与其他国外品牌的国内洗衣机市场份额比较.....	9
图 20: 惠而浦与其他国外品牌的国内洗衣机销量同比变化.....	9
图 21: 2010 年变频、定频洗衣机销售市场份额.....	11
图 22: 2013 年上半年变频、定频洗衣机销售市场份额.....	11
图 23: 冰箱行业的产销情况.....	11
图 24: 二三线冰箱品牌中公司主要竞争对手的市场份额.....	11
图 25: 公司的变频电机.....	12
图 26: 合肥三洋和白电板块的估值比较 (PE TTM).....	16

## 投资聚焦

**核心观点:** 公司作为白电二线龙头厂商, 2012 年开始全面展开“多品牌、多产品”战略后, 公司在 2013 年前三季度展现了较快的发展势头, 业绩增速在行业平均水平之上。未来国际家电巨头惠而浦入主上市公司后, 将其中国地区的冰洗业务整合到上市公司来, 并将转移部分白电产能, 公司将形成“惠而浦”、“三洋”、“帝度”、“荣事达”四大品牌并行发展, 公司的产品和技术将会有飞跃性提高; 2014 年开始, 惠而浦的订单由微波炉和电机开始先向上市公司转移, 将增厚公司的收入和利润; 同时由此次收购募集的资金将以扩大现有产能为主, 主要为加大冰洗产能和变频电机产能, 完善现有营销体系, 提升公司的产品结构和销售渠道能力。我们看好公司未来三年的产能和销售增长, 尤其是 2014 年之后随着与惠而浦的整合全面开始, 公司业绩增长有望进入“快车道”。

**与市场不同之处:** 冰洗行业虽然已经进入缓慢增长期, 但是更新需求的提升空间仍然较大, 公司的变频洗衣机优势明显, 未来有望受益于节能家电的普及, 在惠而浦的支持下, 公司的冰洗产品市场份额有望继续增长。

**股价催化剂:** 惠而浦收购、定向增发顺利完成; 冰洗产品市场占比持续提高; 业绩增长超预期。

**盈利预测与投资评级:** 根据 2013 年公司发展状况和考虑惠而浦入主对公司的影响, 我们提高之前的盈利预测 (假设 2014 年开始由于增发而股本增加 2.34 亿股): 2013-2015 年 EPS 分别为 0.74 元、0.67 元、0.97 元 (前次预测分别为 0.66 元、0.76 元、0.84 元); 对应 2014/1/2 股价的 PE 分别为 21x、23x、16x, 维持“增持”评级。

### 主要风险

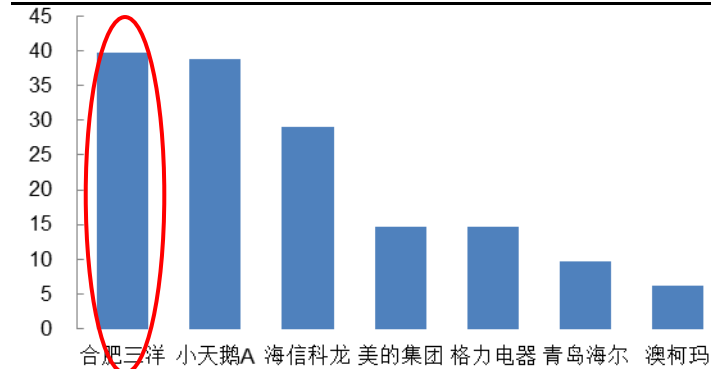
1. 冰洗市场需求出现下滑, 行业竞争加剧;
2. 与惠而浦融合过程中出现问题;

## 公司 2013 年前三季度回顾

### 前三季度销售平稳增长，业绩好于白电行业平均水平

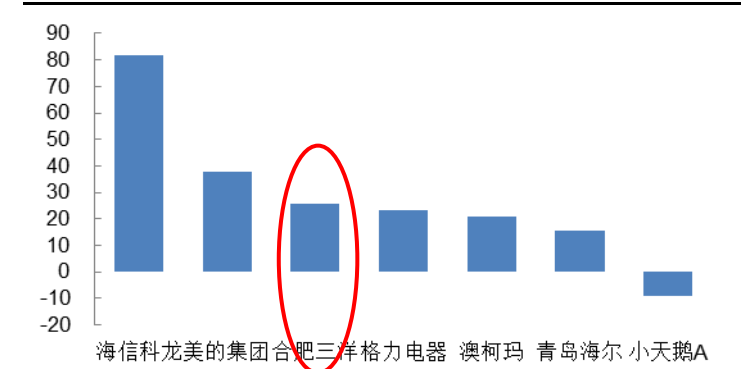
2013 年公司业绩增长稳定，前三季度营业收入为 40.33 亿元，同比增长 39.64%，归属于上市公司股东的净利润（简称净利，下同）为 3.23 亿元，同比增长 25.36%，超过白电行业平均水平，在白电上市公司中居前。

图 1：前三季度白电主要公司收入增速（%）



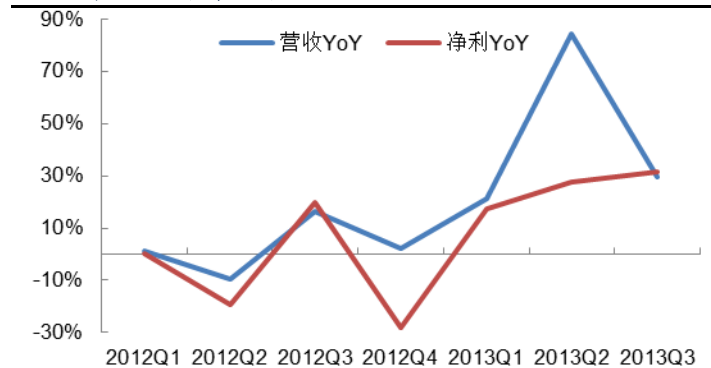
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2：前三季度白电主要公司归属于上市公司股东净利润增速（%）



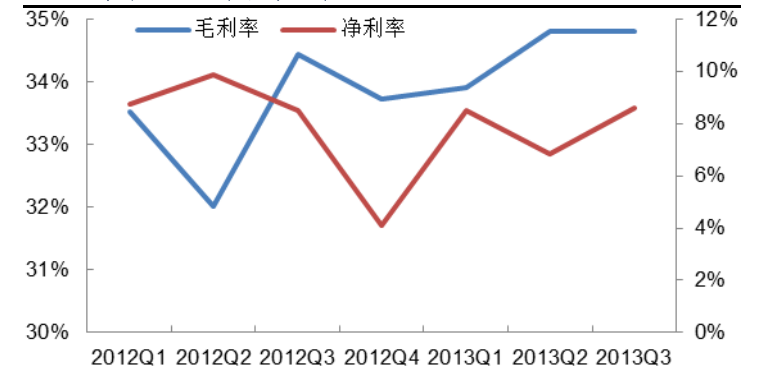
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 3：季度营收和净利增速比较



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 4：单季度毛利率和净利率比较

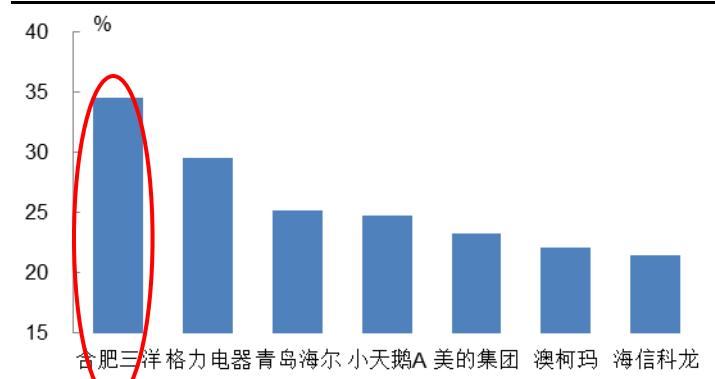


资料来源：wind，信达证券研发中心

从单季度来看，前三季度公司收入增速分别为 21.22%、84.09%、29.77%，净利增速分别为 17.36%、27.54%、31.36%，

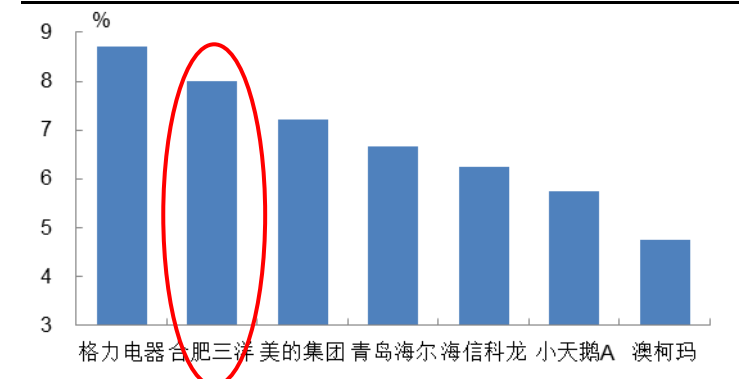
均保持了较快增长。盈利方面，公司前三季度毛利率分别为 33.91%、34.79%、34.80%，净利率分别为 8.48%、6.83%、8.60% 在家电行业中也据较前位置。

图 5: 前三季度白电主要公司毛利率 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

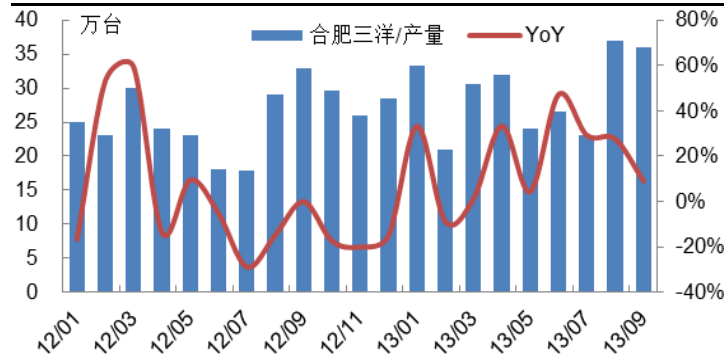
图 6: 前三季度白电主要公司净利率 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

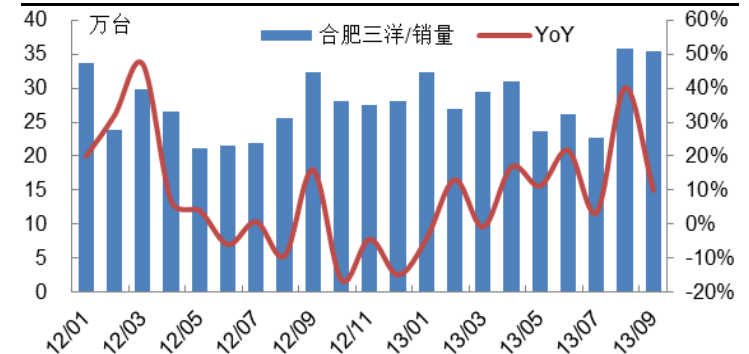
从行业数据上看，公司前三季度产销数据增长稳健：据产业在线统计，公司前三季度洗衣机产量为 263.3 万台 (YoY +18.12%)，销量为 263.51 万台 (YoY +11.54%)，其中内销和出口分别增长 13.6%和 2.24%，同期洗衣机行业的产量和销量才仅增长 2.99%和 -0.55%，公司产销情况远好于行业平均水平。

图 7: 公司洗衣机产量情况



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

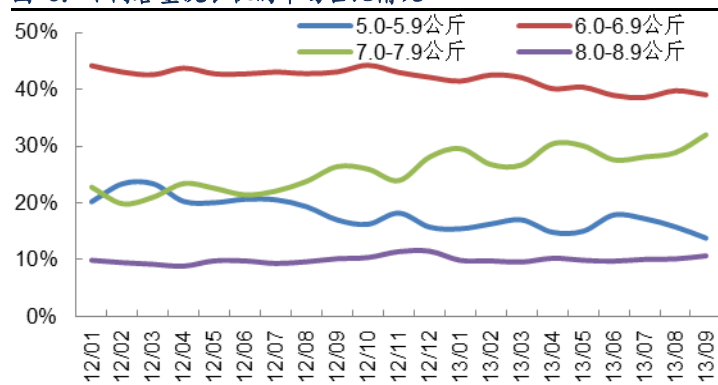
图 8: 公司洗衣机销量情况



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

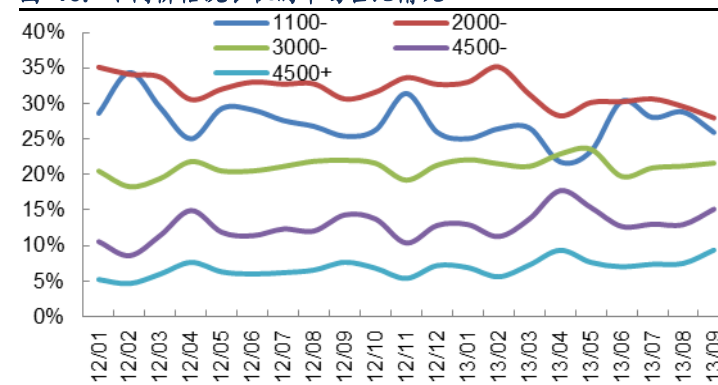
公司前三季度能够保持业绩较快增长，我们认为有以下几条原因：1、洗衣机升级趋势加速，公司销售的中高端和大容量产品比例提升，产品平均单价提高；2、公司旗下品牌丰富，现已拥有三洋、帝度和荣事达品牌，涵盖冰洗高中低档产品，市场覆盖面广；3、公司的冰箱出货增长较快，带动销售收入增长；4、技术领先，尤其在直流变频技术上受益与日本三洋的支持，已经掌握了其核心技术和生产工艺；5、规模效应和原材料成本下降，保证公司毛利率的稳定提升。

图 9：不同容量洗衣机的市场占比情况



资料来源：中怡康，信达证券研发中心

图 10：不同价格洗衣机的市场占比情况



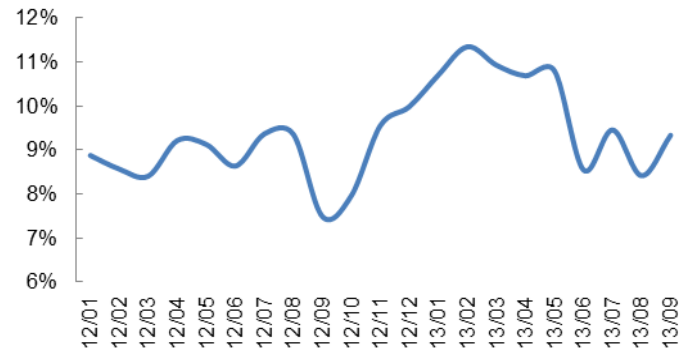
资料来源：中怡康，信达证券研发中心

### 行业位置稳固，多产品发展更加均衡

公司的洗衣机市场份额前三个季度平稳上升，市场地位稳固：据中怡康的数据显示（主要是一二线市场的销售渠道），2013年前三季度公司洗衣机的销售量市场占比为 10.17%（同比增长 1.43 个百分点），少于海尔和美的系，位居第三；销售额市场占比为 9.41%（同比增长 0.63 个百分点），低于海尔、美的系和西门子，位居第四；根据产业在线的数据显示（主要以出货为统计口径），2013年前三季度公司洗衣机的销售量市场占比为 7.98%（同比增长 0.41 个百分点），同样少于海尔和美的系位居第三。

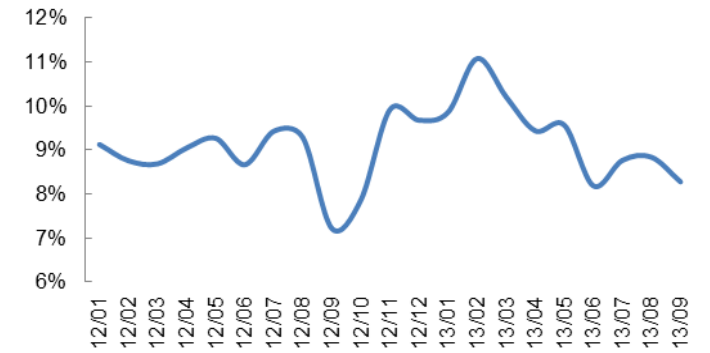


图 11: 公司洗衣机市场销售量占比



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

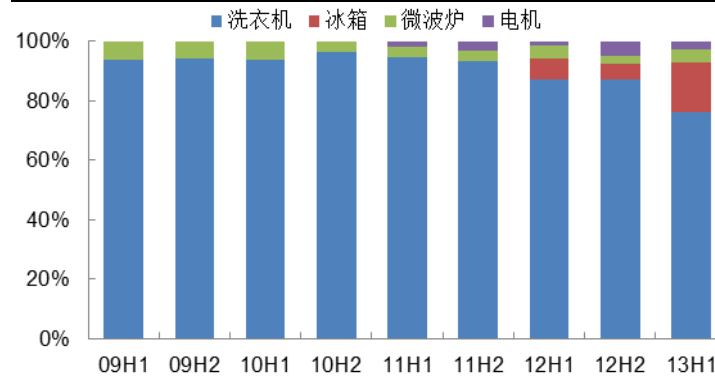
图 12: 公司洗衣机市场销售额占比



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

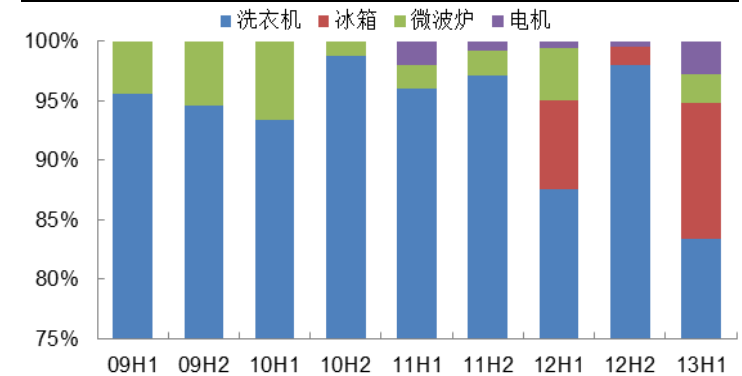
公司已经部署了“532”发展战略,即“力争到 2016 年,实现年销售洗衣机 800 万台,年销售冰箱 400 万台,年销售变频电机等核心部件 1000 万套,年销售生活电器 600 万台,实现冰箱、洗衣机、生活电器等核心部件三大品类销售收入 200 亿, 利税 20 亿”,实现多品牌、多类别发展,向集洗衣机、冰箱、生活电器和核心零部件于一体的综合性家电制造企业的战略转型。从 2013 年看,公司的多品牌、多品类发展取得较好效果,为业绩增长作出突出贡献:

图 13: 公司各产品贡献收入的占比情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 公司各产品贡献利润的占比情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

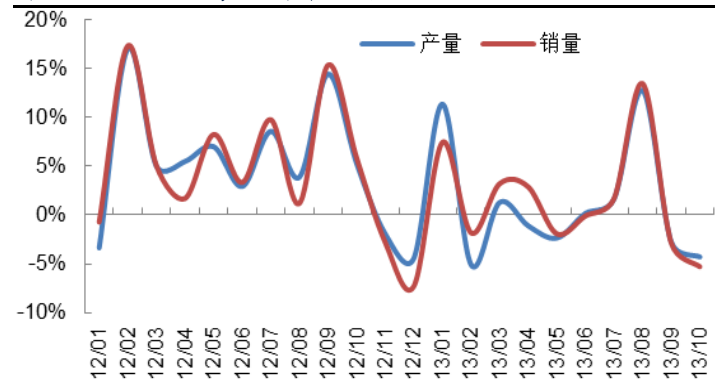
➢ 公司的冰箱产品从 2012 年开始投产,重点开发三门、对开门、多门、意式、法式等中高端产品,已进入全国 3000 多家网点实现有效销售,冰箱销售保持稳速增长,2012 年冰箱销售 15.4 万台,收入实现 2.37 亿元,2013 年上半年冰箱销售收入达到 4.13 亿元,同比增长 260.38%,毛利率达到 23.84%,我们预计全年冰箱销售 60 万台以上。目前公司的冰箱主



要问题还是产量和销量上相比其他白电企业仍然偏少，还不能发挥产能上的边际效应，未来随着南岗工业园冰箱二期项目的投产和冰箱经销渠道的完善，我们认为冰箱业务在 2015 年有望开始加速盈利。

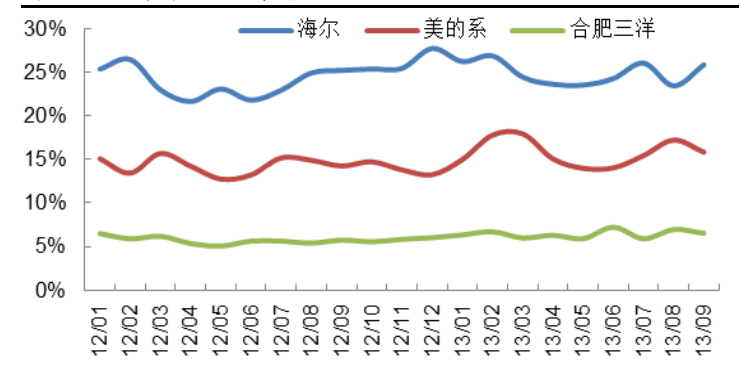
- 推广和建设“帝度”“荣事达”双品牌。“帝度”品牌作为与“三洋”并列的代表日式家电的新品，主攻冰箱和洗衣机，面向中高端家电，卖场宣传上由三洋来带动，2013 年公司投入 1 个多亿加强“帝度”品牌在央视及卫视电视台黄金时段进行广告宣传，6 月份又邀请林志玲代言“帝度”品牌；上半年“帝度”品牌家电已进入全国 4000 多家网点实现有效销售，销售收入占公司总销售收入三分之一强。“荣事达”品牌，在 4 月商标使用权正式回归公司，回归后荣事达将把定位从中低端逐渐向中高端提升，产品覆盖洗衣机、冰箱、小家电等，共享公司的核心资源，与“帝度”、“三洋”形成差异化优势互补。公司制定了荣事达品牌发展 5 年经营计划，即用 5 年时间实现 40 亿，达到公司收入的约五分之一。
- 公司是国内少数同时具备洗衣机变频电机和程控器等核心部件研发并生产的企业之一，已掌握了变频电机的核心技术。公司的电机业务收入上半年增长 182.21%，其中变频和定频的比例大约在 2: 5 左右，变频电机的毛利率和净利率可达到 30%和 20%，具有较强的盈利能力。产业在线的数据显示，前十个月洗衣机电机行业产量为 8618.1 万台 (YoY +1.2%)，销量为 8648.3 万台 (YoY +1.63%)，呈低速增长趋势。而从定频和变频上看，2013 年上半年变频洗衣机的渗透率在逐步提升，零售量份额累计上升 6.4 个百分点，市场份额达到 17.22%，虽然一般来说变频洗衣机的价格较高 (与定频相差 400-500 元)，但由于其节能的特性，其销售增长相对较快，正逐渐在撼动定频洗衣机的统治地位。10 月开始实施新能效等级之后，对洗衣机的容量、省电、省水的要求将大大提高，更加有利于变频洗衣机的普及，未来市场份额有望达到 60%以上。公司的变频洗衣机技术在行业中处于领先地位，未来将直接受益于变频洗衣机的普及，变频电机产销量也将进入高速增长期，变频电机将成为公司的重点培育产品。

图 15: 洗衣机电机产、销增速比较



资料来源：产业在线，信达证券研发中心

图 16: 公司的洗衣机市场份额比较



资料来源：产业在线，信达证券研发中心

## 惠而浦入主，整合多品牌白电业务，竞争力持续加强

合肥三洋 2013 年 8 月 13 日发布多项公告披露，惠而浦中国以协议收购方式受让三洋电机、三洋中国共持有合肥三洋 157245200 股股票，占公司现有总股本的 29.51%，同时惠而浦中国认购合肥三洋向其非公开发行的 233639000 股股票。本次交易完成后，惠而浦中国将持有上市公司 51% 的股权，成为合肥三洋第一大股东。惠而浦预计将花费约 34 亿元人民币，于 2014 年年底完成。

收购书中提出，“将惠而浦集团家用电器领域的创新技术、卓越产品和优质服务和合肥三洋丰富的本地市场运作和运营经验融合在一起，进一步发展合肥三洋的业务，将合肥三洋建设成为中国领先的、拥有强大的中国境内销售平台和具有成本优势的产品生产平台的白色家电企业。” 并还提出：

- 将把惠而浦中国的销售业务整合进入上市公司，提升公司的竞争力；
- 整合惠而浦的先进品牌管理经验和合肥三洋的本土市场经验，发展惠而浦品牌，振兴荣事达等民族品牌；
- 在同等条件优先向上市公司采购，提升上市公司的出口额；
- 惠而浦和合肥三洋的产品在价格定位和产品品类上具有很强的协同性，通过结合可以提升产品组合的竞争优势；
- 结合惠而浦先进的生产管理经验，并借助战略投资完成后的规模效应，进一步提高集约化水平，提升生产效率。

同时上市公司与惠而浦签订了其他一系列协议以确保上述目标的实施：

**表 1：上市公司与惠而浦签订的主要协议**

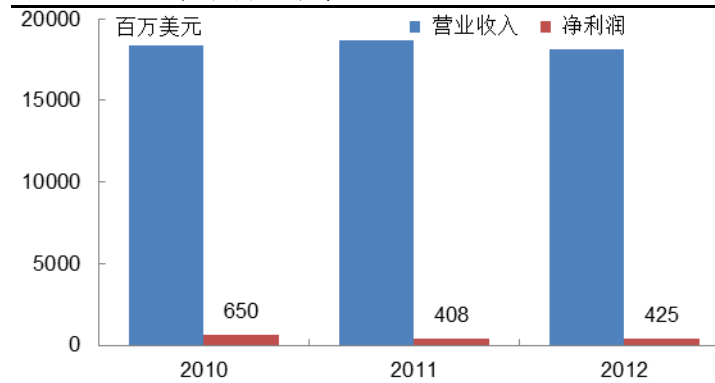
主要协议	主要核心内容
《商标和商号许可协议》	惠而浦许可上市公司在区域（指中国，不包括香港、澳门和台湾）内进行与生产和包装许可商品（指洗衣机、电冰箱、微波炉、排烟油机等）和提供许可服务（指提供许可商品的分销、销售、宣传、质保及售后服务）的权利； 惠而浦许可公司将商号作为其公司名称的一部分使用； 上市公司应支付的许可使用费金额为每个合同年度壹佰万元人民币； 协议有效期十年，协议到期后将每次自动延续十年，除非一方在协议到期前九十日书面通知对方不再续约。
《存货买卖协议》	同意上市公司以约定价格购买惠而浦的家电及零部件库存； 协助上市公司对惠而浦在中国境内履行的采购合同、销售合同和 OEM 合同进行安排，取得与业务合同相关的客户、供应商、销售与采购渠道等经营信息； 上市公司按相关约定承担惠而浦在中国市场出售的所有产品的保修和维修责任。
《避免同业竞争协议》	将与上市公司存在竞争关系和潜在竞争关系的子公司、业务和产品，整合入上市公司中；

	上市公司将在中国市场经营及销售其主营业务产品，以及全球范围内的 OEM、ODM 业务；
	上市公司在海外销售其品牌产品，需通过惠而浦的销售渠道及受限于惠而浦的全球战略；
	将广东惠而浦的微波炉业务整合到上市公司中。
《技术许可协议》	许可上市公司使用惠而浦的专利和专有技术；
	上市公司应支付的许可使用费金额为每季度许可商品的总销售收入的 0.5%；
	上市公司可指派合格的技术人员至惠而浦指定的工厂或设施参加培训；
	上市公司可要求惠而浦派遣有资质的专家前往生产工厂为生产许可商品提供所需的技术服务和协助；
	协议到期后将每次自动延续十年。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

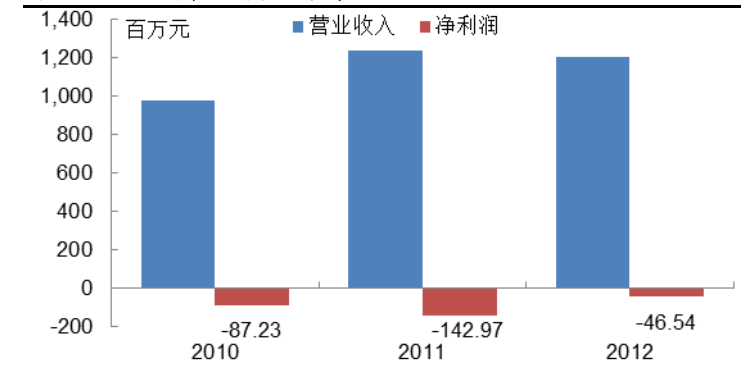
从惠而浦的角度来看，惠而浦作为全球领先的白色家电制造和销售企业，业务遍布全球 170 多个国家和地区，主要产品涉及洗衣机、干衣机、微波炉、冰箱、空调、灶具、抽油烟机、洗碗机及家庭厨房垃圾处理机等，2012 年营业收入达到 181.43 亿美元，净利润 4.25 亿美元。但惠而浦中国的业务却进展缓慢，迟迟未能打开中国市场局面，2012 年惠而浦中国营业收入为 12.05 亿元（YoY -2.22%），净利润为-46.54 亿元；据中怡康数据显示 2012 年惠而浦洗衣机和冰箱的销量分别为 34.79 万台和 21.4 万台，2013 年前九个月，惠而浦洗衣机的市场份额为 3.15%，落后于松下和西门子，惠而浦冰箱的市场份额仅为 0.92%，落后于西门子、三星、LG、伊莱克斯等外国品牌。我们认为主要原因是：一方面惠而浦的本土化、自主品牌战略失败，家电产品过于“美式”，在中国难以做到“接地气”，另一方面惠而浦的品牌宣传效果较差，品牌定位还比较模糊，难以被中国消费者所接受，另外渠道建设不力也是其的软肋之一。惠而浦此次收购公司的重要目的也是盘活其在国内的白电业务，通过公司的渠道优势打开国内市场。

图 17: 惠而浦集团的营收和净利



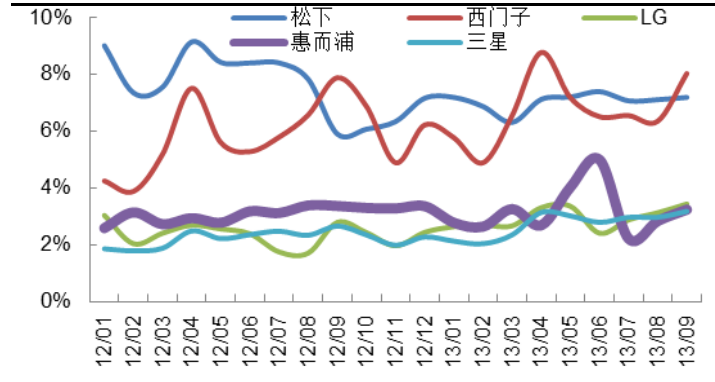
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 18: 惠而浦中国的营收和净利



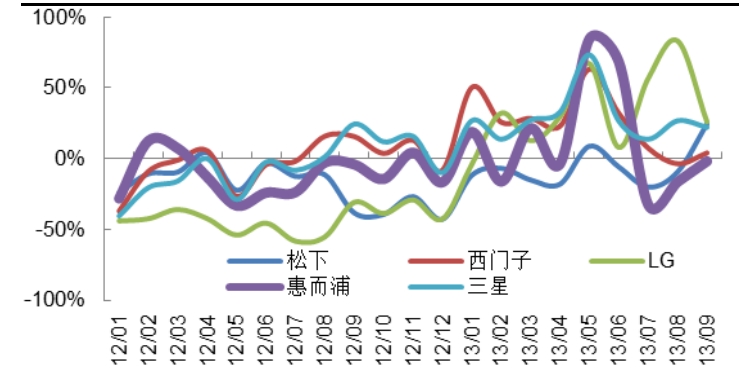
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19: 惠而浦与其他国外品牌的国内洗衣机市场份额比较



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

图 20: 惠而浦与其他国外品牌的国内洗衣机销量同比变化



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

对上市公司而言, 主要看中的是惠而浦的产品规划、产品设计和专利技术, 再通过与自身品牌的结合以提高公司产品的竞争力。未来公司将主要推广四个品牌一起使用: 惠而浦、三洋、帝度和荣事达, 其中: 惠而浦将代表的是美式家电风格的中高端品牌, 突出大型实用的特点; 三洋、帝度将代表的日式家电风格的中高端品牌, 也是公司现有主推的产品; 而荣事达将作为大众品牌, 覆盖高中低端家电, 主要是中低端, 重点发展网购渠道。品牌整合方面, 公司将重建惠而浦的销售渠道, 做到对惠而浦品牌的营销全覆盖, 将品牌塑造成美式第一品牌 (以欧式的西门子为目标), 改变其产品均为 OEM 的现状, 前期将主要在一、二线城市重新打造新惠而浦品牌, 创建独立的销售渠道, 人员上由中方组建, 保持现有的人员和管理体系, 美方主要派人管理质量和指导技术等方面的工作。据我们调研了解, 公司前期的物流、客户服务整合等工作已经在有条不紊的进行中, 2014 年整合的步伐将继续加快。

产品方面, 公司在 2014 年首先将整合惠而浦的微波炉产能, 包括之前美的、格兰仕给 OEM 的 200 万产能和顺德的 200 万产能; 未来还将逐渐转移惠而浦在欧洲的全部冰洗产能到上市公司来 (分批关厂, 周期将比较长), 大约有 1500 万台左右, 同时惠而浦的空调 (大约 7、800 万产能) 和厨卫产品未来也将慢慢转移部分产能到中国, 将上市公司打造成其在中国的家电生产基地和利润中心, 这将成倍增加公司的产能 (2012 年公告中公司白电产量仅为 337.22 万台), 将带动规模效应以降低成本压力, 提升公司的整体竞争力。2014 年惠而浦预计先增加微波炉和变频电机的订单 (200 万、200 万左右), 都将是价格较高的中高端产品, 尤其是洗衣机的变频电机, 未来惠而浦的全球采购变频电机将基本来自上市公司, 变频电机将被培育为公司的重点收入和利润增长点。另外公司也将开发的新品类, 将主要以惠而浦品牌为主。

表 2: 家电多品牌运作

品牌	定位	主要产品
惠而浦	中高端美式家电	冰箱、洗衣机、厨卫、微波炉、新品类小家电

三洋	中端为主日式家电 (2016 年底到期, 争取到 2019 年甚至更长)	洗衣机、微波炉
帝度	中端为主日式家电	主要以冰箱为主, 另有洗衣机, 小家电等
荣事达	以中低端为主的大众品牌	冰箱、洗衣机、厨卫、微波炉

资料来源: 信达证券研发中心整理

我们认为, 此次公司选择与惠而浦的合作, 是以技术和品牌的融合为基础实现中美双方的共赢, 以建立新的家电生产基地, 快速扩张公司生产规模, 提升公司的竞争实力, 同时也是解决公司的体制机制问题, 增强公司活力的最好路径, 企业发展要求公司引入战略合作者, 为未来国资委能够顺利退出打下基石。同时我们认为与惠而浦的整合需要一个 2-3 年的过程, 最关键的是在管理文化和理念上能否顺利融合, 美方应该要充分放权给上市公司, 保持现有管理团队的稳定, 充分利用和发挥上市公司的优势。最后我们预计, 上市公司未来将充分利用美方搭建的平台, 生产规模持续扩大, 产品结构充分优化, 国际化增长加速, 又由于过去公司的基数较低, 3-5 年期间公司有望保持在 30% 以上的复合增长速度。

## 募投项目扩大中高端冰洗及电机产能

为此次惠而浦收购所向其非公开发行约 2.34 亿股, 预计募集不超过 19.86 亿元, 将投入冰洗和电机项目等 (具体见下表)。

表 3: 募投项目计划

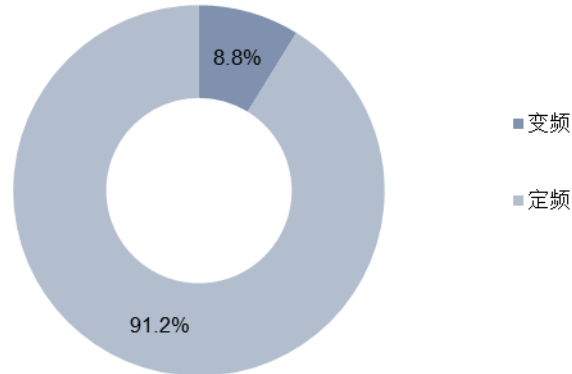
项目名称	产能	投资总额 (万元)
洗衣机变频技改项目	500 万台	27294.8
变频电机及控制系统技改扩建项目	1000 万台	62318.8
节能环保高端冰箱扩建项目	400 万台	59983.4
市场营销体系建设项目	-	20932.8
补充流动资金	-	28063.35

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

洗衣机是公司的传统强项, 产量和销量均居洗衣机行业第三名, 市场地位相对稳定。我们前面已经讨论过, 随着洗衣级能效等级的提高, 新标准对洗衣机耗电量和用水量的限定要求提高了几个台阶, 提高产品性能的发展之路关键要依仗变频技术, 变频洗衣机的市场前景广阔。公司作为变频洗衣机的引领者, 变频技术优势明显, 但现阶段公司变频洗衣机销售的比例大约只在 30% 左右, 洗衣机变频技改项目投产后, 变频洗衣机的产能比例将提高到 80% 左右, 即 400 万台左右, 而定频洗衣机的份额将会下滑到 20%。变频洗衣机产量的提升, 将巩固公司在变频洗衣机领域的领先地位, 提高公司在洗衣机业务上的盈利能力, 使公司在未来的竞争中处在更有利位置。

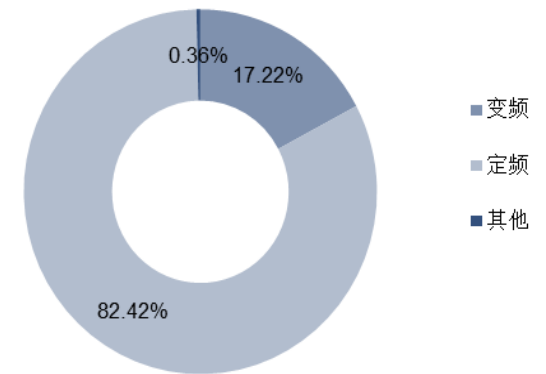


图 21: 2010 年变频、定频洗衣机销售市场份额



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

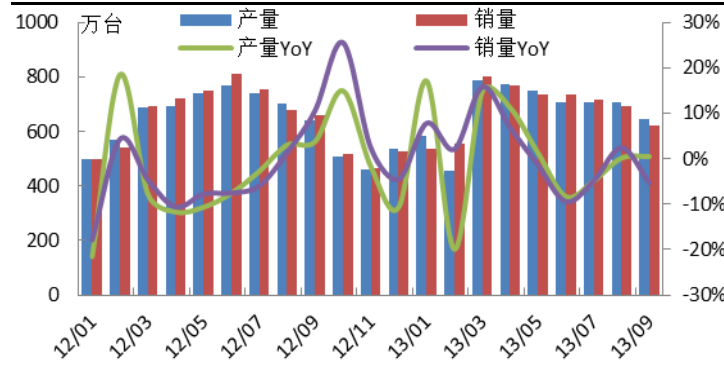
图 22: 2013 年上半年变频、定频洗衣机销售市场份额



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

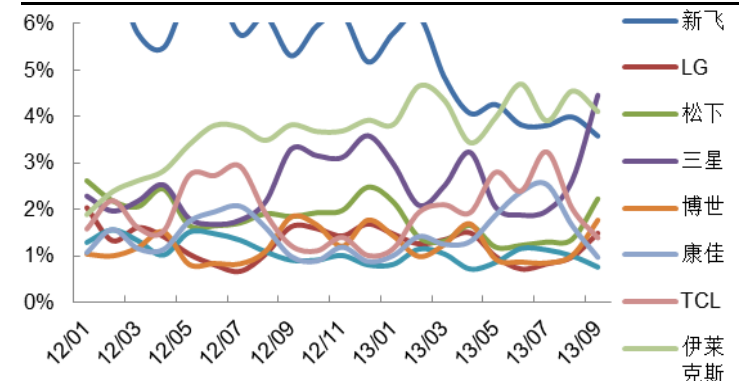
冰箱方面: 2013 年前 9 个月冰箱行业销量同比增长 1.1%, 其中内销增长 2.26%, 出口增长 0.71%, 行业呈现缓慢增长趋势; 未来来看冰箱行业将以升级换代为主, 向节能化、高端化、大型化、智能化发展, 而不再是简单的扩量; 随着城镇化的提高, 三四级市场不断成熟, 冰箱的更新需求将有明显增长。从 2013 年前 9 个月的数据来看, 冰箱各品牌中, 海尔、海信科龙、美的、美菱、西门子的市场份额能够超过 5%, 其他大部分品牌都在 5% 以上, 而二、三线品牌的市场竞争比较激烈。

图 23: 冰箱行业的产销情况



资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

图 24: 二三线冰箱品牌中公司主要竞争对手的市场份额



资料来源: 中怡康, 信达证券研发中心

公司 2012 年开始全面推出自有品牌的“帝度”冰箱, 其南岗机电产业园冰箱一期工程于 2012 年 2 月完工投产, 产能 150 万台, 2012 年销售冰箱 15.40 万台, 实现销售收入 2.37 亿元, 2013 年上半年冰箱销售收入达到 4.13 亿元, 保持了快速增长。但是帝度冰箱的量整体还是偏低, 中怡康统计的数据上半年其市场份额大约在 0.5% 左右, 产量偏低也造成公司难以形成规模

效应，对盈利能力有一定影响。按之前公司的计划，南岗机电产业园二期完成后，冰箱产能将达到 400 万台，而此次募投项目再增加的 400 万台产能未来将主要为新型环保节能冰箱，主要生产高端三门、对开门、多开门及风冷系列冰箱，是为了进一步加快国际化，为与惠而浦共同实现在国际市场的战略目标做好准备。

电机作为洗衣机的核心部件，已经过双速电机、串激电机、交流变频电机到直接驱动的变频电机的几代发展。随着家电节能要求的提高，对变频洗衣机的核心部件的变频电机的需求将越来越大，公司作为国内最早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，在变频电机方面长期积累的技术优势，未来将直接受益于变频电机需求的提高。公司利用本次募集资金对电机及程控器生产线进行技改与扩建，将新增产能变频电机 800 万台及程控器 500 万台，使公司的电机及程控器生产能力提升至年产 1000 万套（变频电机产能将大约达到 850 万体的左右），变频电机不仅将完全满足自身的变频洗衣机的需要，一部分还要加入到惠而浦的全球电机采购中，一部分还将外销给国内其他的洗衣机企业，将大大提高公司的核心竞争力和盈利水平（预计变频电机的毛利率超过 30%）。

图 25: 公司的变频电机



资料来源：信达证券研发中心

同时，募投项目中的市场营销体系建设项目，将新增营销分公司 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 家覆盖全中国的网点布局，新增冰箱新品专柜零售市场 800 家、渠道市场 1,000 家，并新增 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。销售渠道和营销体系的完善，将增强公司在三四级市场的渠道下沉，加强产品的配送和售后服务能力，为电商渠道的发展打下坚实基础。



## 盈利预测、估值与投资评级

### 产品销售收入和盈利预测

- **洗衣机假设：**从国内市场看，我们按照产业在线内销的数据假设，公司的洗衣机市场份额将保持稳定提升；由于节能升级，公司的变频洗衣机份额逐渐扩大，产品平均单价有望保持较快增长；2015E 考虑惠而浦现约 3% 的洗衣机市场份额逐渐并入公司的收入核算，故 2015 年公司的市场份额在稳定增长的基础上再多提高 1.5%。具体推算见下表：

表 4：公司洗衣机内销的增长预测

	2012	2013E	2014E	2015E
全市场销量（百万台）	34.81	36.90	38.74	40.68
市场增长	-4.25%	6.00%	5.00%	5.00%
市场份额	7.56%	8.50%	9.50%	12.00%
平均单价（元）	1053.34	1137.60	1217.24	1302.44
平均单价增速	-	8.00%	7.00%	7.00%
销售收入（百万元）	2772	3567.96	4480.20	6358.12
收入增速	-	28.71%	25.57%	41.92%

资料来源：信达证券研发中心预测

出口方面，根据公司前 9 个月出口增速情况，预测 2013 年 3% 增长，由于 2014-15 年惠而浦的订单增加所致，暂时假设 10% 的增长。

表 5：公司洗衣机出口的增长预测

	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入（百万元）	618.01	636.55	668.38	708.48
增速	-	3%	5%	6%

资料来源：信达证券研发中心预测

- **冰箱假设：**“帝度”冰箱 2012 年才开始做，量相对较小，但在 2013 年开始公司在渠道建设和品牌宣传上开始发力，上半年增速较快。未来 2-3 年公司冰箱的收入增速，其随着技术和产品的成熟，仍将保持较快增长，具体预测见下表。

表 6：公司冰箱的销售增长预测

	2012	2013E	2014E	2015E
销量（百万台）	0.154	0.616	1.232	2.2176
销量增速		300%	100%	80%

平均单价 (元)	1538.96	1538.96	1600.519	1680.545
单价增速		0.00%	4.00%	5.00%
销售收入 (百万元)	237	948	1971.84	3726.778
收入增速		300.00%	108.00%	89.00%

资料来源: 信达证券研发中心预测

- **其他产品假设:** 电机保持 30%以上的增长, 由于变频电机比例的上升, 毛利将不断提升; 微波炉 2014 年因为惠而浦的订单转移, 收入将有较快增长。

表 7: 主要产品的收入成本预测

		2012A	2013E	2014E	2015E
洗衣机	营业收入 (百万元)	3390.01	4204.51	5148.58	7066.60
	YoY	-4.63%	24.03%	22.45%	37.25%
	毛利率	36.83%	38.00%	38.50%	38.50%
冰箱	营业收入 (百万元)	236.81	948.00	1971.84	3726.78
	YoY	0.00%	300.32%	108.00%	89.00%
	毛利率	22.60%	25.00%	26.00%	27.00%
微波炉	营业收入 (百万元)	133.41	140.08	210.12	273.16
	YoY	4.85%	5.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	19.37%	20.00%	20.00%	20.00%
电机	营业收入 (百万元)	128.31	166.80	216.84	292.74
	YoY	32.42%	30.00%	30.00%	35.00%
	毛利率	-	35.00%	38.00%	40.00%
合计	营业收入 (百万元)	4015.76	5639.55	7796.45	11734.13
	YoY	3.17%	40.44%	38.25%	50.51%
	毛利率	33.59%	34.45%	33.98%	33.61%

资料来源: 信达证券研发中心预测

综上所述, 我们提高之前的盈利预测, 预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.74 元、0.67 元、0.97 元 (假设 2014 年增加股本 2.34 亿股至 7.66 亿股), 对应 1 月 2 日收盘价的 PE 分别为 21x、23x、16x。

## 公司估值和评级

我们横向比较冰洗行业内的上市公司的估值水平，公司的 2013 年预测 EPS 对应 PE 高于行业估值平均水平，说明市场对公司未来业绩增长预期较高：

表 8：冰洗行业内上市公司盈利一致预期与估值比较

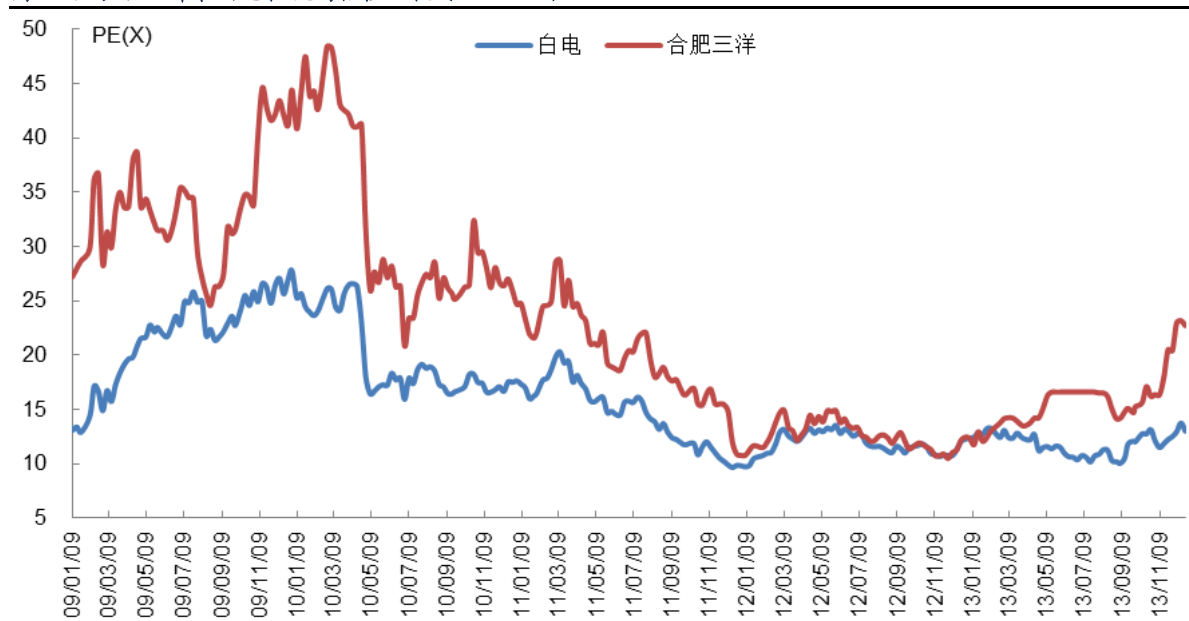
	股价	市值	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)	(亿元)	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
青岛海尔	19.25	523.76	1.22	1.50	1.76	16	13	11
美的集团	48.92	824.95	3.26	4.37	5.17	15	11	9
小天鹅 A	9.62	60.85	0.54	0.70	0.83	18	14	12
美菱电器	4.80	36.66	0.25	0.34	0.42	19	14	12
海信科龙	11.48	155.45	0.53	0.97	1.16	22	12	10
中值	-	-	-	-	-	18	13	11
合肥三洋	15.37	81.89	0.57	0.74	0.67	27	21	23

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2014 年 1 月 2 日收盘价，除合肥三洋外的 EPS 为 wind 收集的盈利预测中值

再从历史估值来看，公司的估值整体高于白电板块，但从 2010 年中期公司估值出现回落之后，与白电行业的估值差距越来越小，市盈率中值维持在 16x 左右，2013 年 4 月开始，由于市场对与惠而浦合作的预期提高，公司估值开始逐渐，复牌后估值冲高到 20x 以上。

图 26: 合肥三洋和白电板块的估值比较 (PE TTM)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

惠而浦收购上市公司之后, 公司未来的发展空间巨大, 由于现在公司旗下产品市场占比仍然较低, 基数较小, 融合惠而浦的品牌和技术后, 公司的多品牌、多产品之路将进入快行道, 业绩弹性更大, 作为二线家电品牌, 有望超过行业平均增速。我们认为以目前的估值来看, 公司股价仍具有的安全边际, 给予公司高于行业平均水平的 PE 20x-25x, 对应预测 2014 年 EPS 的股价为 13.4-16.7 元 (此为假设增发除权后的价格), 维持“增持”评级。

## 风险因素分析

➤ 冰洗市场需求出现下滑, 行业竞争加剧。

冰洗行业经过前几年的快速发展, 国内市场饱和度已经维持在较高水平, 新置需求变少, 又由于新的能效等级出台后, 新品价格出现上涨, 也将抑制部分更新需求, 而海外市场受到全球经济的影响, 不确定仍然较大。冰洗市场在新置需求偏少, 升级换代趋势加快的态势下, 市场竞争必然加剧, 如海尔、海信科龙、美的、美菱等国内龙头企业的市场份额难

以撬动，而西门子、松下等国外高端品牌在一、二线城市也拥有稳定的中高收入消费群，无论品牌还是产品技术都具有一定优势，这都加大了公司产品拓展市场的难度。

➤ 与惠而浦融合过程中出现问题。

惠而浦收购上市公司已成定局，我们预计 2014 年下半年可完成收购，但是新公司面临的管理文化能否很好的融合将是最大问题，如果现有的管理团队出现较大的该变，或者中美双方由于沟通问题，造成惠而浦过多干预上市公司的，公司发展必将受到巨大影响。

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	3,033.78	3,255.28	4,253.27	7,594.55	9,578.04
现金	346.86	515.31	389.05	2,244.20	1,516.04
应收账款	1,611.34	1,601.81	2,292.06	3,168.68	4,769.05
其它应收款	287.61	280.91	405.60	560.73	843.93
预付账款	111.78	94.11	147.26	205.03	310.32
存货	664.70	754.70	1,010.87	1,407.48	2,130.27
其他	11.49	8.43	8.43	8.43	8.43
<b>非流动资产</b>	684.43	833.61	955.16	1,256.48	2,055.18
长期投资	1.86	1.41	1.41	1.41	1.41
固定资产	440.16	546.15	533.67	634.91	965.59
无形资产	131.74	203.07	264.08	268.33	272.38
其他	110.67	82.98	156.01	351.83	815.81
<b>资产总计</b>	3,718.21	4,088.89	5,208.43	8,851.03	11,633.21
<b>流动负债</b>	2,303.44	2,399.31	3,152.77	4,322.90	6,397.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	736.29	851.18	1,130.28	1,573.73	2,381.90
其他	1,567.15	1,548.13	2,022.49	2,749.17	4,015.93
<b>非流动负债</b>	99.15	102.88	102.88	102.88	102.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	99.15	102.88	102.88	102.88	102.88
<b>负债合计</b>	2,402.59	2,502.20	3,255.65	4,425.79	6,500.72
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,315.62	1,586.69	1,952.78	4,425.24	5,132.50
<b>负债和股东权益</b>	3718.21	4088.89	5208.43	8851.03	11633.21

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,892.41	4,015.76	5,639.55	7,796.45	11,734.12
同比(%)	27.59%	3.17%	40.44%	38.25%	50.51%
归属母公司净利润	321.23	303.57	392.73	513.17	745.58
同比(%)	6.35%	-5.50%	29.37%	30.67%	45.29%
毛利率(%)	35.29%	33.59%	34.45%	33.98%	33.61%
ROE(%)	27.19%	20.92%	22.19%	16.09%	15.60%
每股收益(元)	0.60	0.57	0.74	0.67	0.97
P/E	25	27	21	23	16
P/B	6.22	5.16	4.19	2.66	2.30
EV/EBITDA	20.36	20.86	16.32	18.27	12.72

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	3,892.41	4,015.76	5,639.55	7,796.45	11,734.12
营业成本	2,518.74	2,666.94	3,696.82	5,147.25	7,790.54
营业税金及附加	15.83	23.26	27.80	41.80	60.38
营业费用	825.87	780.80	1,201.22	1,637.25	2,464.17
管理费用	173.83	215.29	274.46	381.86	591.63
财务费用	-6.55	-4.41	-7.74	-4.24	-39.61
资产减值损失	20.77	6.23	18.78	26.70	32.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.31	-0.45	-0.30	-0.15	-0.30
<b>营业利润</b>	344.23	327.19	427.90	565.67	834.32
营业外收入	27.14	21.32	24.38	24.28	23.33
营业外支出	0.46	0.32	0.33	0.37	0.34
<b>利润总额</b>	370.91	348.19	451.95	589.58	857.31
所得税	49.68	44.62	59.23	76.41	111.73
<b>净利润</b>	321.23	303.57	392.73	513.17	745.58
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	321.23	303.57	392.73	513.17	745.58
EBITDA	402.21	392.65	501.74	644.72	926.29
EPS (摊薄)	0.60	0.57	0.74	0.67	0.97

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	132.12	374.93	69.30	248.96	173.89
净利润	321.23	303.57	392.73	513.17	745.58
折旧摊销	39.81	50.67	49.75	55.09	68.96
财务费用	-8.51	-6.21	0.03	0.05	0.02
投资损失	-0.31	0.45	0.30	0.15	0.30
营运资金变动	-243.77	18.26	-389.57	-342.69	-669.11
其它	23.66	8.20	16.06	23.19	28.15
<b>投资活动现金流</b>	-163.86	-173.08	-168.88	-353.05	-863.72
资本支出	-175.42	-180.20	-168.58	-352.90	-863.42
长期投资	0.00	0.00	-0.30	-0.15	-0.30
其他	11.56	7.12	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-60.58	-33.20	-26.64	1,959.29	-38.32
吸收投资	0.00	0.00	0.00	1,985.93	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	60.58	33.20	26.64	26.64	38.32
<b>现金净增加额</b>	-95.37	168.44	-126.26	1855.15	-728.16

## 分析师简介

王镁，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011年加入信达证券。

## 家电行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
格力电器	000651	海信电器	600060	合肥三洋	600983	九阳股份	002242
美的电器	000527	老板电器	002508	海信科龙	000921	日出东方	603366
青岛海尔	600690	华帝股份	002035	天银机电	300342		

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。