

## 合肥三洋 (600983)

## 新战略带来新发展

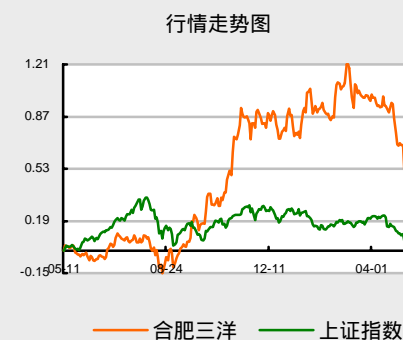
## 强烈推荐 (首次)

现价: 19.60 元

## 主要数据

行业	日用电子器具制造业
公司网址	www.hf-sanyo.cn
大股东/持股(%)	合肥市国有资产控股 有限公司/33.57
实际控制人/持股(%)	合肥国资委/33.57
总股本(百万股)	333.00
流通 A 股(百万股)	122.94
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值(亿元)	65.00
流通 A 股市值(亿元)	22.52
每股净资产(元)	2.63
资产负债率(%)	62.11

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 研究员

朱政 联系人  
021-62086940  
zhuzheng@pasc.com.cn

文献 S1060209040123

## 投资要点

## ■ 中日合资的品牌洗衣机生产商

合肥三洋是由合肥荣事达集团公司、日本三洋电机株式会社等于 1994 年共同投资组建的中日合资企业,采用中日制衡的管理方式。公司主营洗衣机业务,得益于日本三洋在技术和管理上的支持,其产品在技术、品质方面均处于行业领先地位。2009 年,公司洗衣机市场占有率达到 7.6%,位列行业第四。

## ■ “3351”战略为公司带来新发展

2008 年,公司大股东变更为合肥市国资委,新任管理层提出了“3351”战略,即 3 年翻三番,5 年实现 100 亿的目标。今年是公司实施“3351”战略的第三年,目标收入达到 30 亿,同比增长 50%。

## ■ 强化渠道、丰富产品,做大做强洗衣机业务

公司“3351”战略的实现,一方面依靠做大、做强现有的洗衣机业务,另一方面将依托外延式的增长,但目前来看公司的快速增长还主要依靠洗衣机业务。洗衣机的快速发展主要依靠渠道开拓、产品线延伸。

## ■ 变频电机领航外延式增长

公司在南岗工业园建设的电机生产线预计今年能产出 100 万台变频电机,主要以自供为主,到 2012 年公司变频电机产能将提升至 500 万台,部分对外销售。有关日本三洋白电资产的整合,目前还具有不确定性。

## ■ 估值与投资建议

预计 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.91 元、1.29 元,按 6 月 1 日收盘价 19.60 元计算,对应的 PE 为 21 倍、15 倍,我们给予“强烈推荐”评级。

## 风险提示:

1. 同行竞争,导致产品价格下降,影响公司盈利。
2. 松下对日本三洋白电资产的整合对合肥三洋产生的影响具有不确定性。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	635	1,083	2,022	3,042	3,769
YoY(%)	-	70.6	86.7	50.4	23.9
净利润(百万元)	68	115	207	302	430
YoY(%)	-	69.1	79.8	46.1	42.4
毛利率(%)	43.38	40.11	41.50	34.26	35.67
净利率(%)	10.71	10.62	10.22	9.92	11.41
ROE(%)	12.14	18.75	28.61	32.75	34.89
EPS(摊薄/元)	0.20	0.35	0.62	0.91	1.29
P/E(倍)	95.4	56.4	31.4	21.5	15.1
P/B(倍)	11.2	10.0	8.2	6.2	4.6

# 正文目录

正文目录 .....	2
图表目录 .....	3
<b>一、投资判断 .....</b>	<b>4</b>
<b>二、公司概况 .....</b>	<b>4</b>
2.1 企业简介——中日合资的品牌洗衣机生产商 .....	4
2.2 股权结构——中日制衡 .....	4
2.3 业务情况——以中高端洗衣机业务为主 .....	5
<b>三、消费升级、城镇化、农村普及促洗衣机行业增长 .....</b>	<b>5</b>
3.1 洗衣机行业近几年总体保持平稳增长 .....	5
3.2 洗衣机国内需求 .....	6
3.3 消费升级、城镇化、农村普及是行业增长的三大动力 .....	6
<b>四、“3351”战略为公司带来新发展 .....</b>	<b>9</b>
4.1 新战略的提出源于国企改革 .....	9
4.2 强化渠道、丰富产品，做大做强洗衣机业务 .....	9
4.3 品牌和技术是公司的核心竞争力 .....	10
4.4 洗衣机行业竞争趋于激烈 .....	11
4.5 原材料价格上涨对毛利率产生压力 .....	12
4.6 外延式增长值得期待 .....	13
<b>五、盈利预测和估值 .....</b>	<b>13</b>
5.1 假设条件 .....	13
5.2 业绩预测 .....	13
5.3 估值与投资建议 .....	15

## 图表目录

图表 1 合肥三洋的股权结构 .....	4
图表 2 公司收入构成 .....	5
图表 3 各项业务的毛利率 .....	5
图表 4 洗衣机行业总体保持平稳增长 .....	5
图表 5 洗衣机国内需求来源 .....	6
图表 6 洗衣机每百户保有量 .....	6
图表 7 滚筒洗衣机销量占比逐步提升 .....	7
图表 8 滚筒洗衣机均价最高 .....	7
图表 9 中国城镇化率逐年提升 .....	7
图表 10 中国和美国 2008 年的城镇化率 .....	7
图表 11 洗衣机每百户保有量 .....	8
图表 12 2003 年农业人口向二、三产业转移 .....	8
图表 13 2005 年开始工资性收入增长加速 .....	8
图表 14 2008 年始公司业绩快速增长 .....	9
图表 15 08 年始公司洗衣机增速高于行业 .....	9
图表 16 主要品牌商场覆盖率变化趋势 .....	10
图表 17 公司近几年产品结构的变化 .....	10
图表 18 三洋市场份额位列第四 .....	11
图表 19 三洋的市场份额持续提升 .....	11
图表 20 三洋的均价高于其他国内企业 .....	12
图表 21 洗衣机成本构成 .....	12
图表 22 09 年以来塑料价格大幅上涨 .....	12
图表 23 镀锌板价格从底部回升 .....	12
图表 24 公司毛利率变动 .....	12
图表 25 主要财务数据预测 .....	14
图表 26 分业务预测 .....	14
图表 27 家电公司的 PE 估值对比 .....	15

## 一、 投资判断

2008年合肥市发起了一场声势浩大的国企改革,在此次改革中,合肥三洋采取了目标责任制的模式,新任管理层上任后,即提出了“3351”战略,做大做强合肥三洋。

“3351”战略,即以07年销售收入为基准,利用3年时间,实现销售收入翻三番,5年达到100亿的收入规模。

新战略的实现一方面依靠原有洗衣机业务的发展,另一方面依靠外延式的增长。自2008年以来,公司的洗衣机业务凭借品牌和技术优势,通过渠道的拓展和产品线的延伸,获得了超越行业的发展,我们预计随着渠道的进一步拓展和产品结构的逐步优化,洗衣机业务在未来两年依然会保持较快增长。

节能变频电机是公司外延式增长的第一步,预计2010年产能为100万台,2011年产能提升到200万台。变频电机产品主要为自供,来配合洗衣机产品的节能环保升级,以提升毛利率。国内外洗衣机节能环保标准的提高是大概率事件,公司变频节能电机业务发展将确保公司洗衣机业务持续、稳定、快速发展,并提升公司长期经营价值。后续随着电机产能的扩大,公司会有部分变频电机外销,进而贡献利润。但市场之前预期的日本三洋白电资产的注入具有不确定性。

从目前来看,公司未来两年的增长还是主要依靠洗衣机业务,预计2010年、2011年公司的EPS分别为0.91元、1.29元,增速分别为46%和42%。2010年的增长主要来自渠道开拓带来的收入规模增长,2011年的增长主要来自滚筒、变频洗衣机销售占比的提升带来的盈利能力的提升。公司洗衣机业务增长确定,外延式增长也值得期待,我们首次给予“强烈推荐”评级。

## 二、 公司概况

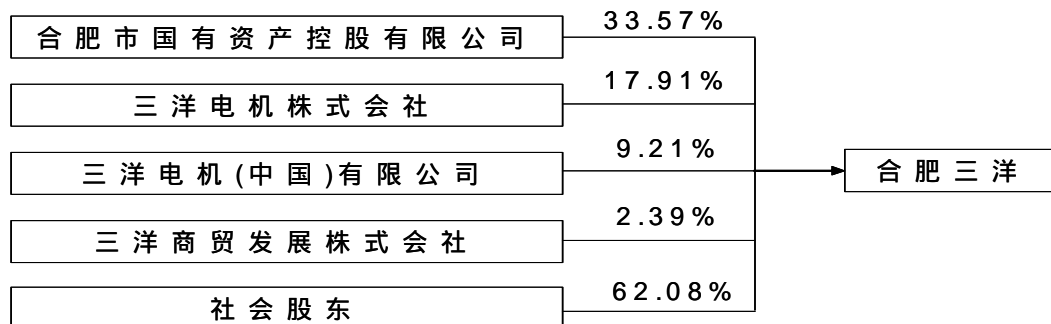
### 2.1 企业简介——中日合资的品牌洗衣机生产商

合肥三洋是由合肥荣事达集团公司、日本三洋电机株式会社等于1994年共同投资组建的中日合资企业,2004年在上海证券交易所挂牌上市。公司主营洗衣机业务,得益于日本三洋在技术和管理上的支持,其产品和技术、品质方面均处于业内领先地位。2009年,公司洗衣机市场占有率达到7.6%,位列行业第四。

### 2.2 股权结构——中日制衡

公司股权结构比较特殊,合肥国资委占33.57%,日本三洋占29.51%,持股比例接近。合肥国资委处于控股地位,但公司的品牌以及部分技术来自日本三洋,对日方的依赖程度较高。09年报披露,公司目前须向日本三洋支付一定的费用,其中技术合同费按产品净出厂价的0.1%支付,专利使用合同费按净出厂价的0.05%支付,商标使用费按净出厂价的0.5%支付。商标使用权截至到2013年,合同期满可延期。

图表1 合肥三洋的股权结构



资料来源:公司公告

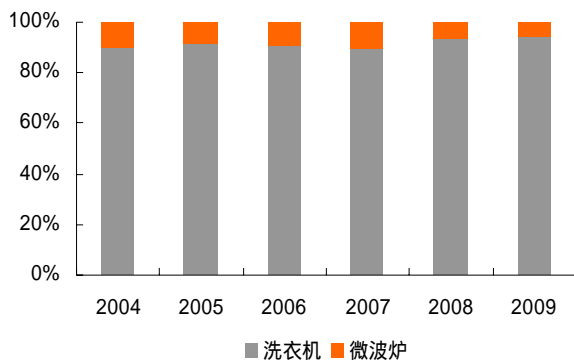
在上述背景下,公司采用中日制衡的管理机制。公司董事会由12人组成,8名非独立董事(4名中

方、4名日方),4名独立董事(中方)。董事长由中方派遣,总裁由日方派遣。

### 2.3 业务情况——以中高端洗衣机业务为主

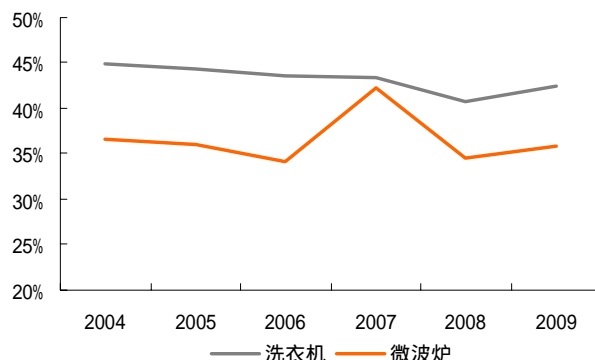
公司09年洗衣机业务收入18亿元,占比92%,微波炉业务收入1亿,占比5%。公司洗衣机业务的毛利率维持在40%以上,微波炉业务的毛利率维持在35%左右。洗衣机业务是公司利润的主要来源,而微波炉业务受制于规模原因,目前还不能贡献利润。

图表2 公司收入构成



资料来源:公司公告

图表3 各项业务的毛利率



资料来源:公司公告

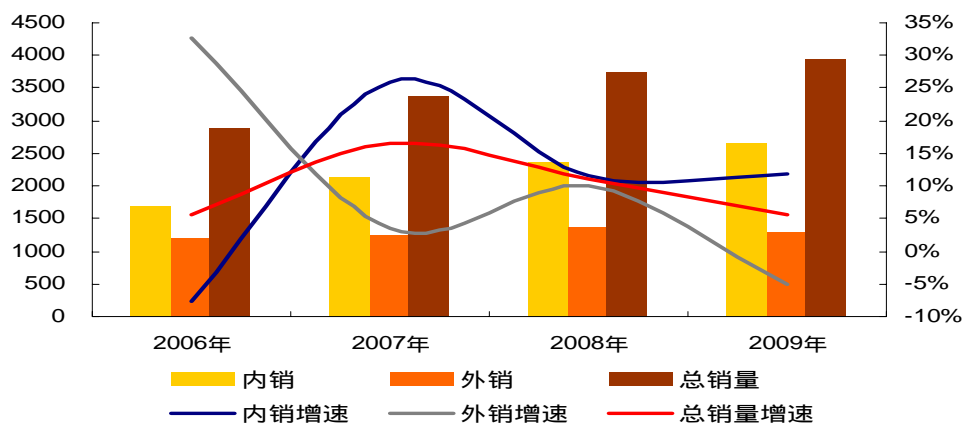
## 三、消费升级、城镇化、农村普及促洗衣机行业增长

洗衣机行业利润增长主要看两个方面:一方面看量,主要来自于农村需求启动以及房地产销售增长;另一方面看单机利润,主要来自于城市消费升级带来的产品结构的优化。

### 3.1 洗衣机行业近几年总体保持平稳增长

从产业在线的数据看,近几年内销的增速保持在10%-20%,即使在2008年经济危机期间内销也保持了12%的增长。出口增速低于内销,在经济危机期间,出口出现负增长,稳定性要弱于内销。2009年内销量占比为68%,内销市场依然是国内企业的支柱市场。总体来看,洗衣机行业近几年保持了10%左右较为稳定的增长。

图表4 洗衣机行业总体保持平稳增长 单位:万台

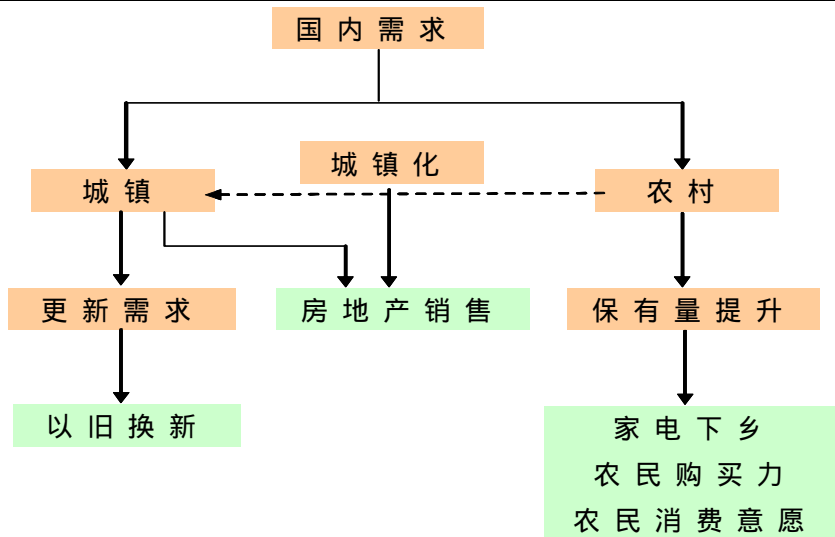


资料来源:产业在线

### 3.2 洗衣机国内需求

我们把洗衣机的国内需求划分为三块：城镇需求、城镇化需求、农村需求。城镇需求主要是消费升级的需求，因城镇地区家电普及早，这部分需求的驱动因素为更新换代或者新购住房产生的需求，是中高端产品需求的主要来源，单机净利润高。城镇化需求主要是指人口从农村流动到城镇产生的居住需求，未来中国城镇化率还有较大提升空间。农村需求源于农民收入的增长产生的普及需求，这块需求主要是中低端产品，这类产品批量大，周转快，对利润有一定程度贡献。

图表5 洗衣机国内需求来源



资料来源：平安证券研究所

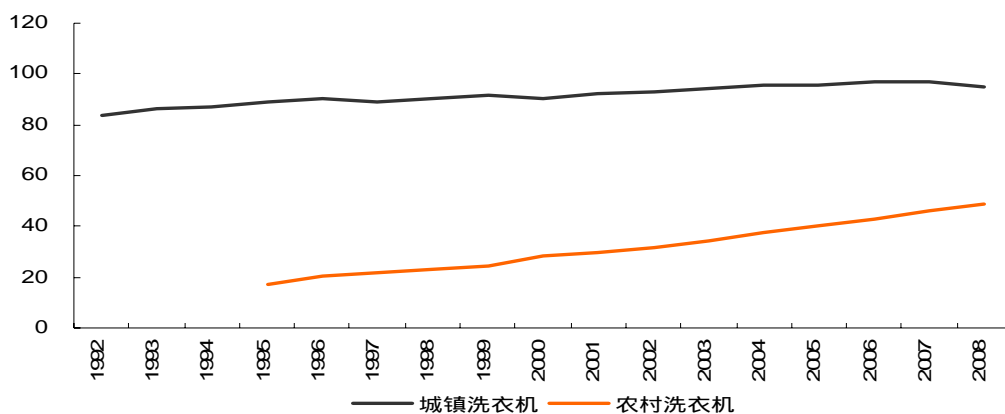
### 3.3 消费升级、城镇化、农村普及是行业增长的三大动力

我们找出了城镇需求、城镇化需求、农村需求的驱动因素，即消费升级、城镇化、农村普及，三个因素构成了洗衣机行业的增长动力。

**消费升级。**城镇洗衣机每百户保有量在上世纪90年代就已经达到80台以上，普及较早，目前城镇市场主要以更新换代为主，消费者对洗衣机产品的功能、洗净度、外观、节能等附加值的追求越来越高，使得滚筒、变频等高端洗衣机的销量占比逐年升高，对提升单机净利润有明显作用。

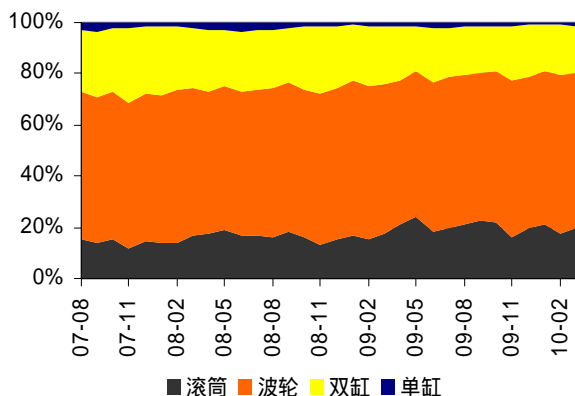
另外，今年以旧换新政策有望在全国推广，预计对城镇需求会有一定拉动。

图表6 洗衣机每百户保有量 单位：台



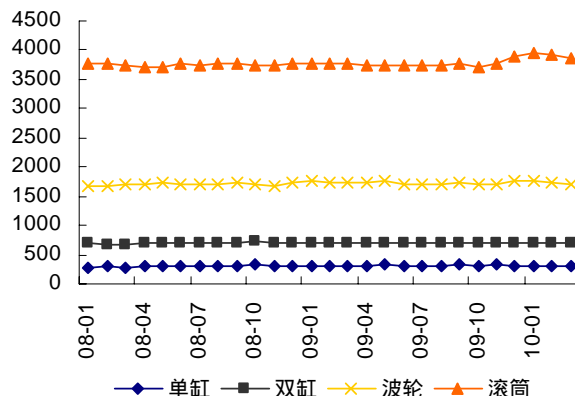
资料来源：统计局

图表7 滚筒洗衣机销量占比逐步提升



资料来源：中怡康

图表8 滚筒洗衣机均价最高 单位：元

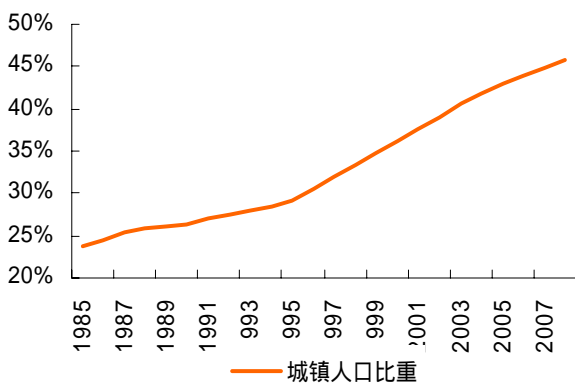


资料来源：中怡康

**城镇化。**2008年中国的城镇化率为46%，美国为64%，与发达国家相比中国的城镇化率还有提升空间，特别是中西部地区，目前的城镇化水平远远落后于东部地区。而且，据诺塞姆研究，城镇化率会呈现出S型曲线的现象，城镇化水平处在30%-70%阶段时，是城镇化率提升最快的时候。

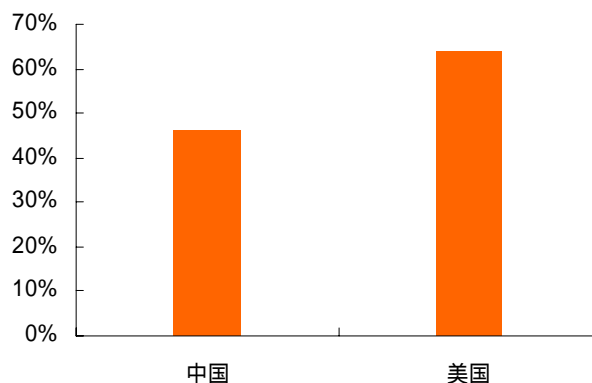
城镇化过程带来了新城镇居民的居住需求，对家电需求有拉动作用，这块需求可以用房地产销售来衡量。因此，城镇化需求短期会受到房地产行业波动的影响，长期还有提升空间。

图表9 中国城镇化率逐年提升



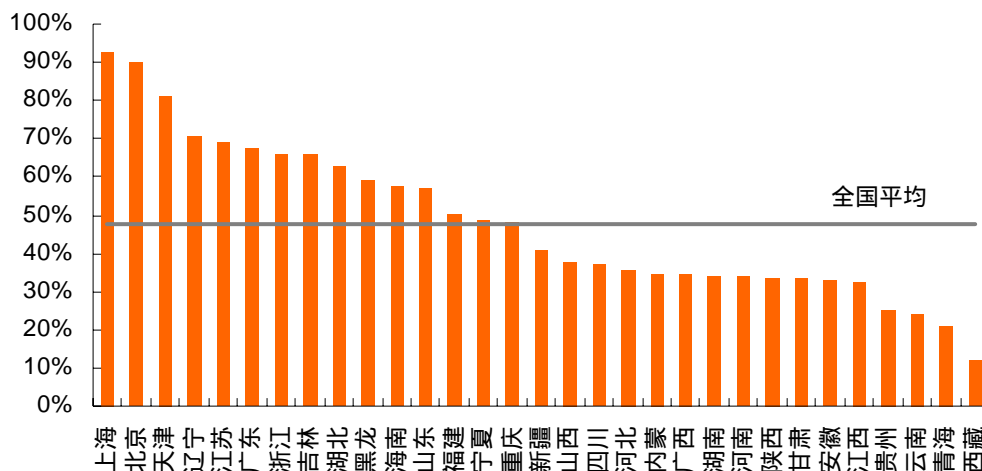
资料来源：统计局

图表10 中国和美国2008年的城镇化率



资料来源：CEIC

图表11 洗衣机每百户保有量 单位：台



资料来源：统计局

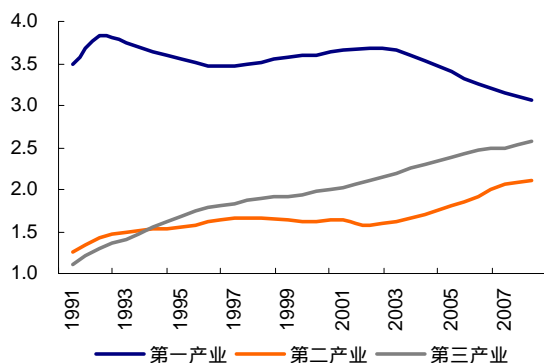
**农村普及。** 图表6显示，2008年农村洗衣机每百户保有量仅有49台，而城镇已经达到了94台，相比城镇，农村洗衣机保有量还有较大提升空间。

农村保有量的提升依赖农民收入的提升，从2003年开始，农村剩余劳动力从第一产业逐步向二、三产业转移，随着转移人数的增加，农民的工资性收入从2005年开始加速增长，而近期东部沿海地区暴露出的“民工荒”意味着农民的工资性收入增长将从依靠转移人数的增长向人均工资的增长转变，农村的购买力将持续提升。

政策方面，家电下乡的目标是在2012年使农村的家电普及率达到城镇2000年的水平，意味着2012年农村洗衣机的每百户保有量将达到90台，相比2008年提升了41台。

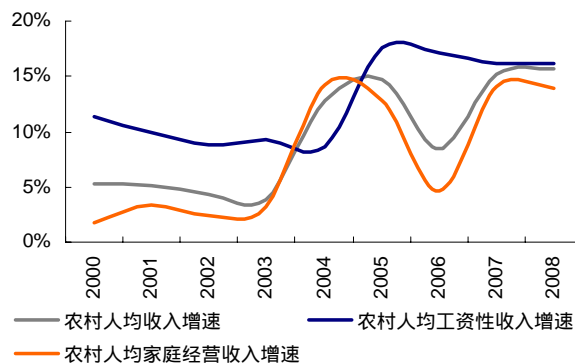
我们认为，随着农民购买力的提升，家电下乡带来的农村用电、用水配套设施的改善以及家电销售渠道的下沉，农村洗衣机市场未来几年是值得看好的。

图表12 2003年农业人口向二、三产业转移 单位：亿



资料来源：统计局

图表13 2005年开始工资性收入增长加速



资料来源：统计局



## 四、“3351”战略为公司带来新发展

### 4.1 新战略的提出源于国企改革

08年合肥市发起了一场声势浩大的国企改革，这场国企改革以其规模之大、集中程度之高和改革之彻底被外界称为“合肥模式”。

此次合肥国企改革由“三大战役”组成：一是解除国有（集体）职工身份，实行全员聘用竞争上岗制度；二是根据企业实际情况，通过国有产权转让、引进战略投资者等形式，实现国有资本在竞争性领域全面退出；三是改制后的国有或民营企业均建立起资产经营目标责任制。

改革以四家国有控股公司作为资本平台，这四家公司是合肥兴泰控股集团有限公司、合肥市国有资产控股有限公司、合肥市建设投资控股（集团）有限公司、合肥市工业投资控股公司。改革采取“五种模式”，这“五种模式”为双退（国资退出，职工国有身份退出），单退（职工国有身份退出），关闭、重组以及签订目标责任制（全员聘用，目标管理）。

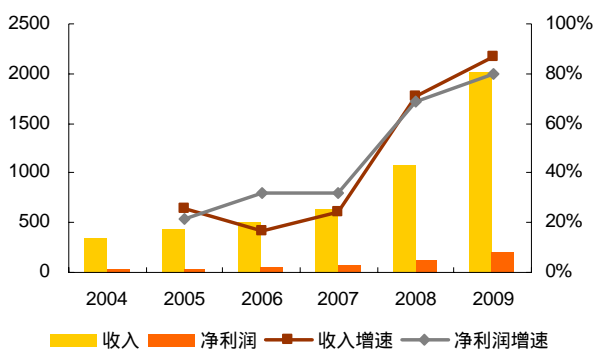
在此次改革中，合肥三洋第一大股东合肥荣事达集团的97.98%股权被界定为国有资产，同时，荣事达集团持有的33.57%合肥三洋股权被无偿划入合肥市国有资产控股有限公司。同时，对合肥三洋的改革采取目标责任制的模式，2008年新任管理层上任后，即提出了“3351”的战略，做大做强合肥三洋。

“3351”战略，即以07年销售收入为基准，利用3年时间，实现销售收入翻三番，5年达到100亿的收入规模。

### 4.2 强化渠道、丰富产品，做大做强洗衣机业务

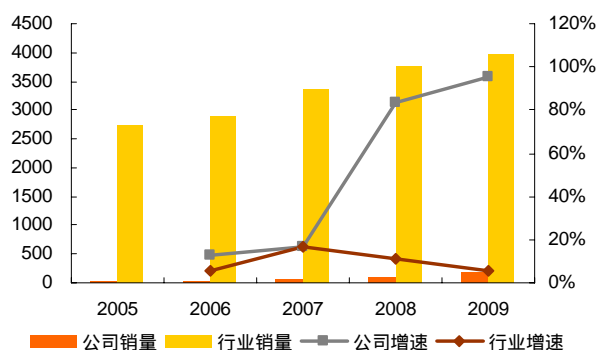
公司“3351”战略的实现，一方面依靠做大做强现有的洗衣机业务，另一方面将依托外延式的增长，但目前来看公司的快速增长主要来自洗衣机业务。

图表14 2008年始公司业绩快速增长 单位：百万元



资料来源：公司公告

图表15 08年始公司洗衣机增速高于行业 单位：万台



资料来源：公司公告

公司洗衣机近两年的增长远远超越了行业表现，我们认为主要有两个原因，一个原因是渠道开拓，另一个原因是产品线延伸。

**渠道开拓。**2008年以前，公司销售主要集中在一、二级市场，依靠家电连锁进行销售，三、四级市场的渠道比较薄弱，销售占比很低。2008年以后，公司开始开拓三、四级市场，三、四级市场网点数迅速增长，2008年底公司在三、四级市场的网点数已经达到了5000个，2009年底达到了8000个，销售占比也已达40%左右。2010年公司将进一步加强三、四级市场网点建设，目标是把网点数提升到15000个，销售占比提升到50%以上。

同时，公司在一、二级市场的渠道也在逐步加强，2009年，公司在家电连锁的进店率大约是85%，2010年进店率将提升至95%。

因此，公司这两年能有超越行业的表现，与公司加大渠道建设，提升在全国的网点覆盖密切相关。2010年，公司的网点覆盖率依然有较大的提升计划，从这个角度上看，我们依然对公司2010年的高速增长抱有期望。

图表16 主要品牌商场覆盖率变化趋势

	2008年12月	2010年3月	提升幅度
海尔	82.11%	84.82%	2.71%
小天鹅	63.76%	67.87%	4.11%
松下	57.30%	61.27%	3.97%
荣事达	51.77%	47.87%	-3.90%
三洋	37.42%	53.05%	15.63%
西门子	55.25%	55.23%	-0.02%
惠而浦	25.22%	28.27%	3.05%
LG	35.47%	39.59%	4.12%
三星	37.72%	35.63%	-2.09%
美的	21.12%	30.91%	9.79%

资料来源：中怡康

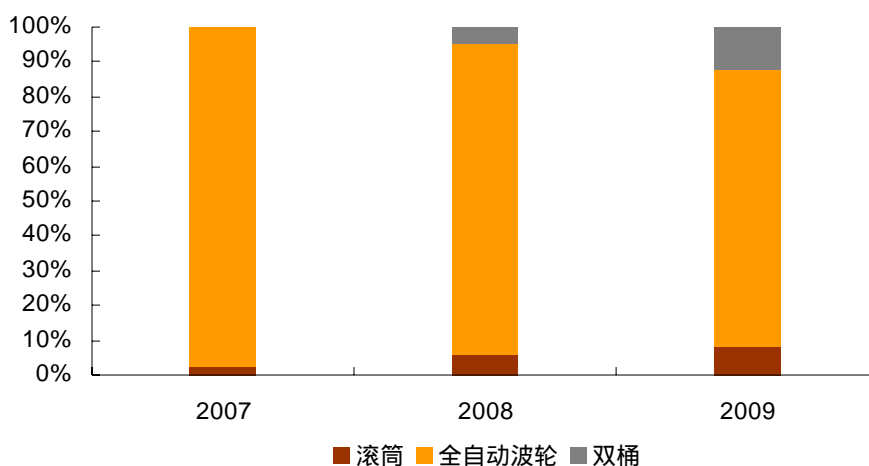
**产品线延伸。**公司近几年产品结构明显的呈现出向两端发展、全系列覆盖的趋势。

高端方面，滚筒洗衣机销量占比从2007年的2%提升到2009年的8%，滚筒的上量顺应了城市消费升级的需求，对盈利能力贡献显著。

低端方面，2008年公司开始销售双桶洗衣机以及一些低端的波轮洗衣机，主要是配合三、四级市场的渠道的开拓，以提升收入规模。公司产品带的拓宽很好的保障了高速发展的渠道体系对不同层次产品的需求。

2010年，公司的产品将进一步丰富，高端产品上，继续引领行业潮流，推进洗衣机的滚筒化、变频化，以满足城市消费升级需求；中低端产品上，继续拓宽价格带，低端产品下探至1000元，以满足农村普及需求，配合三、四级市场渠道的开拓。

图表17 公司近几年产品结构的变化



资料来源：公司公告

### 4.3 品牌和技术是公司的核心竞争力

公司洗衣机业务通过渠道开拓、产品线延伸实现了快速增长，近两年的成果值得肯定。探究公司成功的原因，我们认为，高速增长背后是公司品牌和技术的强有力支持。

品牌方面。日本三洋上世纪 80 年代就已进入中国市场，旗下的收音机、录音机等电器曾经在中国市场风靡一时，因此三洋品牌在中国的知名度较高，而且其日资品牌形象使其在高端市场获得一席之地。

技术方面。日本三洋的洗衣机业务是其传统强项，在上世纪 50 年代首家研发出了波轮洗衣机，后又研发出了“超音波洗净”、“空气洗涤”等功能，其技术一直以来在业内处于领先地位。合肥三洋在 1994 年成立后，从日本三洋引入了一些核心技术，通过长时间的消化、吸收，合肥三洋目前在部分技术的研发上已经完全独立。2010 年即将推出的变频洗衣机就是合肥三洋自主研发的。

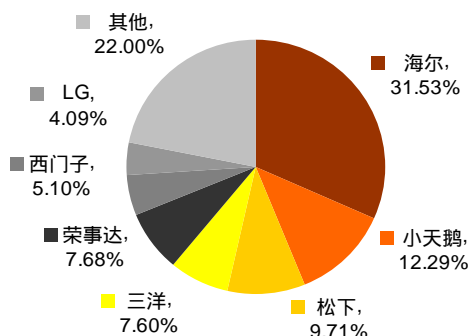
#### 4.4 洗衣机行业竞争趋于激烈

近年来，洗衣机行业的竞争格局变动较大，主要是因为美的电器的进入。美的电器先后收购了荣事达和小天鹅，其洗衣机市场份额一举达到了 20% 左右，位列行业第二。同时，美的为了进一步巩固在洗衣机行业的地位，采取了先上规模再调结构的策略，制定了 2010 年销售规模 1000 万台，销售收入 100 亿的目标。美的自 2010 年年初以来，通过推出 1499 元的滚筒洗衣机以及 10 年保修的承诺，使得今年的行业竞争相比往年更激烈。

对美的价格战，我们持有的观点是，价格战不会长期持续，美的不会以牺牲净利润率为代价来换取市场份额，目前其发动价格战的动力和能力来自于冰、洗、空三大家电渠道整合带来的费用率下降。5 月底，1499 元的滚筒洗衣机促销将会结束，后续关注美的是否会继续采取一些激进的销售策略。

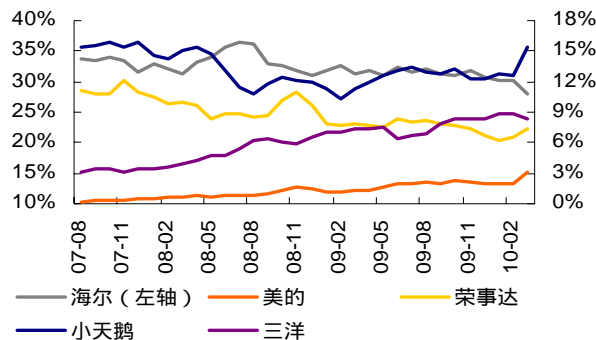
对三洋而言，我们认为影响必然是有的，但影响不会像其他品牌那样大。首先，三洋是日资品牌形象，定位比美的系的洗衣机更高，这一点从均价可以看出来，据中怡康统计，三洋目前的均价在 1900 元左右，而美的系的高端品牌小天鹅也仅为 1700 元左右。因此，定位的差异决定了美的系的价格战目前并不会对三洋所有产品产生影响，主要还是集中在中低端洗衣机部分。另外，三洋目前市场份额的上升很大部分来自于全国网点覆盖范围的扩大，这块成果并不会受到价格战的影响。

图表18 三洋市场份额位列第四



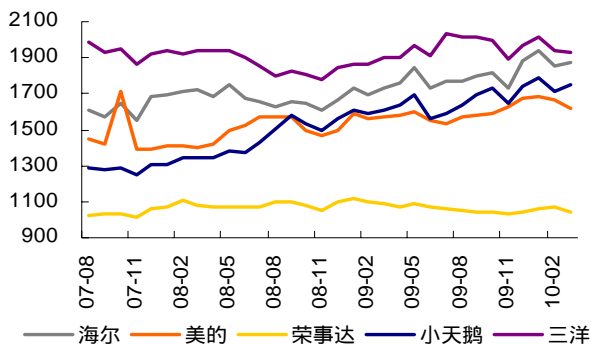
资料来源：中怡康

图表19 三洋的市场份额持续提升



资料来源：中怡康

图表20 三洋的均价高于其他国内企业 单位：元

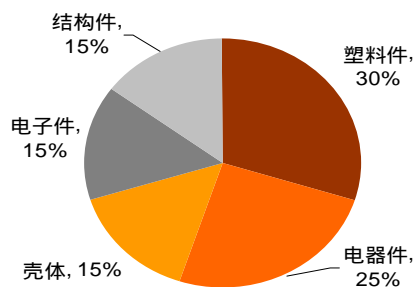


资料来源：中怡康

### 4.5 原材料价格上涨对毛利率产生压力

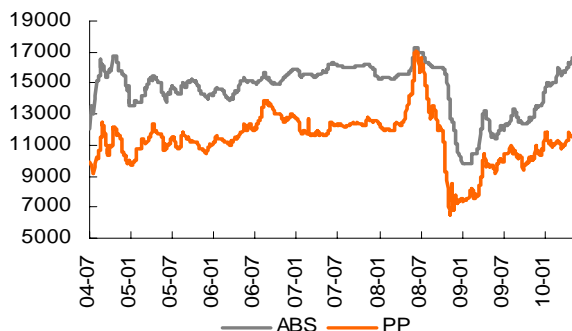
2009年以来，公司主要的原材料塑料、镀锌板的价格都出现了大幅的上涨，给公司的毛利率造成了一定压力。我们看到公司2010年一季度的毛利率为33.36%，环比2009年四季度下降了7个百分点。后续公司将主要依靠提升管理能力，加强成本控制和优化产品结构来化解成本上涨的压力。

图表21 洗衣机成本构成



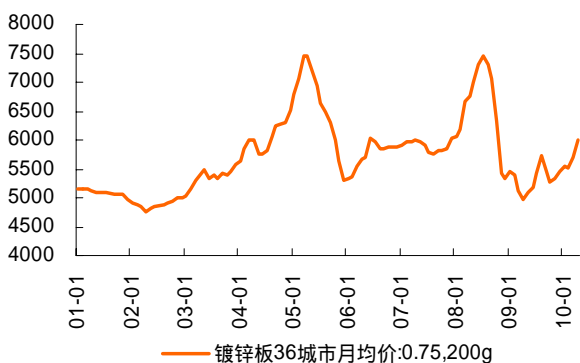
资料来源：平安证券研究所

图表22 09年以来塑料价格大幅上涨 单位：元/吨



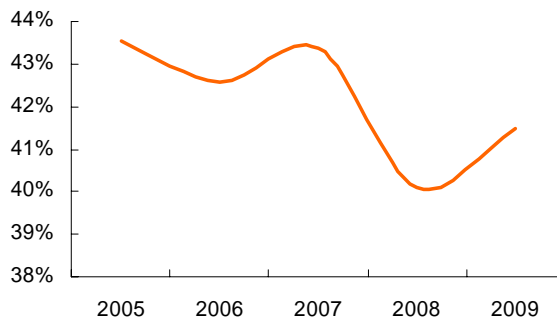
资料来源：化工在线

图表23 镀锌板价格从底部回升 单位：元/吨



资料来源：CEIC

图表24 公司毛利率变动



资料来源：公司公告

## 4.6 外延式增长值得期待

公司年产值150亿机电产业园于2009年7月在合肥高新技术开发区南岗工业园顺利开工建设。工业园项目占地897亩，一期建设用地430亩，用于洗衣机扩产和新建变频电机及控制器项目。二期建设预计会引入一些新项目。

公司直流变频电机是外延式增长的第一步，目前已经开始建设生产线，预计2009年能形成100万的产能，2010年达到200万产能。直流变频电机的优点是静音、节能、震动小，符合洗衣机行业发展的趋势，但由于价格相比普通电机高，目前主要应用在高端产品上。公司原来使用的直流变频电机，主要从苏州三洋采购，通过自建生产线可以降低成本，提升毛利率。公司目前的变频电机产品，均为自供，来配合公司滚筒、波轮产品实现变频化。2012年，公司变频电机产能将达到500万台，部分会对外销售。

日本三洋白电资产的注入具有不确定性。松下在2009年12月收购了日本三洋，近期，松下宣布计划吸收合并日本三洋与其重合的空调、洗衣机等白色家电业务，但具体的整合计划并未公布，使得日本三洋的白电资产的去向具有不确定性。

## 五、 盈利预测和估值

### 5.1 假设条件

(1) 销量：2010年，一、二级市场家电连锁进店率有望提升到95%，三、四级市场的网点有望提升到15000个（海尔目前22000个网点、美的30000个网点）受益于渠道进一步开拓，销量依然能保持高速增长。但鉴于2010年，网点覆盖率的提升空间已经相对有限，预计2011年公司的销量增速将与行业基本同步，增速从高位回落。

(2) 价格：2010年价格同比下降，主要原因有两个：(1)自身产品价格带的拓宽将拉低平均单价；(2)美的系洗衣机激进的价格策略。因此，2010年的收入增速将低于销量增速，但我们认为2011年随着产品结构的改善，收入增速有望快于销量增速。

(3) 毛利率：由于原材料成本持续上涨，价格又面临下降的压力，2010年毛利率会有一个较大幅度的下降，一季度毛利率为33.36%，环比去年四季度下降了将近7个百分点，三季度随着公司变频洗衣机的推出，毛利率会有一定程度的回升。

(4) 费用率：费用率长期来看会趋于下降，主要原因有两个：(a)由于三、四级市场的销售是通过经销商代理，费用会比一、二级市场的家电连锁来的低，因此随着三、四级市场销售占比的提升，费用率会有所下降；(b)规模提升摊薄固定费用。

(5) 净利润率：未来几年关注的重点是公司10%左右的净利润率是否能维持。公司采用成本加成定价法，因此，净利润率能保持稳定。但近期行业的价格战打的非常激烈，同时，公司又要上规模，净利润率保持10%的目标面临一定风险。

(6) 盈利预测只考虑洗衣机业务、微波炉以及变频电机业务，其他的新项目具有不确定性，暂不考虑。变频电机近两年以内供为主，主要作用是提升洗衣机的毛利率，不作单独列出。

### 5.2 业绩预测

根据假设条件，我们对公司的洗衣机和微波炉业务做了盈利预测。其中，洗衣机业务分为滚筒洗衣机、全自动波轮洗衣机、双桶洗衣机以及出口，具体盈利预测见下表。

图表25 主要财务数据预测 单位：百万元

12月31日	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入（百万）	635	1,083	2,022	3,042	3,769
同比增长率（%）		70.6%	86.7%	50.4%	23.9%
归属母公司净利润（百万）	68	115	207	302	430
同比增长率（%）		69.1%	79.8%	46.1%	42.4%
每股盈利（元）	0.20	0.35	0.62	0.91	1.29
市盈率（倍）	95.4	56.4	31.4	21.5	15.1
市净率（倍）	11.2	10.0	8.2	6.2	4.6
市销率（倍）	10.22	5.99	3.21	2.13	1.72
股息率	0.67%	0.92%	0.77%	0.93%	1.99%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 分业务预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>洗衣机</b>					
<b>整体</b>					
销量（万台）	45.63	83.77	163.94	270.00	326.00
增速%	16.51%	83.59%	95.70%	64.69%	20.74%
销售额增长%	22.02%	75.95%	87.45%	55.05%	24.11%
销售额（百万元）	565.77	995.49	1866.02	2893.17	3590.80
毛利率（%）	43.48%	40.78%	42.43%	34.22%	35.71%
<b>分产品</b>					
<b>滚筒</b>					
销售额增长%	211.60%	208.43%	127.51%	107.89%	31.30%
销售额（百万元）	54.79	169.00	384.50	799.33	1049.51
占洗衣机收入比重%	9.68%	16.98%	20.61%	27.63%	29.23%
销量（万台）	1.06	4.80	12.67	30.00	39.00
增速%		351.42%	163.69%	136.85%	30.00%
毛利率（%）				44.00%	45.00%
<b>全自动波轮</b>					
销售额增长%	14.55%	52.79%	67.66%	24.21%	21.20%
销售额（百万元）	510.98	780.72	1308.94	1625.81	1970.48
占洗衣机收入比重%	90.32%	78.43%	70.15%	56.19%	54.88%
销量（万台）	44.56	72.00	122.33	170.00	204.00
增速%		61.57%	69.89%	38.97%	20.00%
毛利率（%）				35.00%	37.00%
<b>双桶</b>					
销售额增长%			353.62%	104.03%	10.00%
销售额（百万元）	0.00	20.33	92.24	188.20	207.02
销量（万台）	0.00	3.73	18.68	40.00	44.00
增速%			401.35%	114.09%	10.00%
毛利率（%）				25.00%	25.00%
<b>出口</b>					
销售额增长%			405.27%	117.73%	30.00%
销售额（百万元）	0.00	25.44	128.52	279.84	363.79
销量（万台）	0.00	3.24	10.26	30.00	39.00
增速%			2.17079	192.26%	30.00%
毛利率（%）				8.00%	8.00%
<b>微波炉</b>					

销售额增长%	48.84%	2.61%	66.76%	27.68%	20.00%
销售额(百万元)	67.93	69.70	116.23	148.40	178.08
销量(万台)	10.53	12.07	21.57	35.00	42.00
增速%	31.69%	14.59%	78.72%	62.24%	20.00%
毛利率(%)	42.25%	34.61%	35.80%	35.00%	35.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 5.3 估值与投资建议

从目前来看，公司未来两年的增长还是主要依靠洗衣机业务，预计2010年、2011年公司的EPS分别为0.91元、1.29元，增速分别为46%和42%。2010年的增长主要来自渠道开拓带来的收入规模增长，2011年的增长主要来自滚筒、变频洗衣机销售占比的提升带来的盈利能力的提升。

从PE估值的角度看，合肥三洋和小天鹅的估值高于其他白电企业，两个企业都处于业绩快速增长阶段，高估值可以接受。家电板块受制于房地产的调控，回调幅度较大，随着房地产行业的前景逐步明朗，后续板块面临系统性的机会。公司洗衣机业务增长确定，外延式增长也值得期待，我们首次给予“强烈推荐”评级。

图表27 家电公司的PE估值对比

股票名称	股票代码	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
合肥三洋	600983	19.48	0.62	0.91	1.29	31.39	21.49	15.09
格力电器	000651	22.13	1.55	1.80	2.01	14.27	12.32	11.03
美的电器	000527	11.99	0.61	0.77	0.94	19.77	15.64	12.69
青岛海尔	600690	19.27	0.86	1.17	1.36	22.44	16.46	14.13
美菱电器	000521	10.86	0.56	0.72	0.78	19.39	15.08	13.92
小天鹅	000418	13.86	0.41	0.64	0.84	34.16	21.69	16.50
白电均值						22.01	16.24	13.65
海信电器	600060	14.44	0.57	0.79	0.96	25.33	18.32	15.05
深康佳	000016	5.36	0.13	0.24	0.30	41.23	22.33	17.87
TCL	000100	4.01	0.16	0.20	0.24	25.06	20.05	16.71
四川长虹	600839	6.14	0.06	0.10	0.12	102.33	61.40	51.17
黑电均值						48.49	30.53	25.20
苏泊尔	002032	23.84	0.70	0.95	1.15	34.06	25.09	20.73
九阳	002242	12.51	0.80	0.87	0.95	15.64	14.38	13.17
小家电均值						24.85	19.74	16.95

资料来源：平安证券研究所



会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>流动资产</b>				
现金	193.4	209.9	304.2	439.3
应收账款	70.8	183.8	276.5	342.6
其他应收款				
预付账款	7.6	47.1	79.6	96.6
存货	317.9	447.3	756.1	916.8
其他流动资产				
<b>非流动资产</b>				
长期投资	1.7	1.7	1.7	1.7
固定资产	158.9	220.1	253.8	289.9
无形资产	27.0	137.6	165.9	193.6
其他非流动资产				
<b>资产总计</b>	<b>1,126.7</b>	<b>1,978.8</b>	<b>2,888.8</b>	<b>3,570.9</b>
<b>流动负债</b>				
短期借款	0.0	90.0	71.1	0.0
应付账款	195.5	429.6	726.2	880.5
其他流动负债				
<b>非流动负债</b>				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债				
<b>负债合计</b>	<b>477.8</b>	<b>1,183.3</b>	<b>1,841.4</b>	<b>2,154.0</b>
少数股东 权益	0.0	0.0	0.0	0.0
股本	333.0	333.0	333.0	333.0
资本公积	116.6	116.6	116.6	116.6
留存收益	136.8	262.8	484.5	811.0
归属母公司股东权益	648.9	795.6	1,047.4	1,416.9
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,126.7</b>	<b>1,978.8</b>	<b>2,888.8</b>	<b>3,570.9</b>

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	114.93	206.63	301.79	429.84
折旧摊销	21.69	19.76	35.33	39.55
财务费用	-7.96	-2.51	3.83	1.03
投资损失	0.01	0.02	0.00	0.00
<b>营运资金变动</b>	<b>-50.16</b>	<b>-74.24</b>	<b>-84.07</b>	<b>-95.98</b>
其他经营现金流				
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	-101.49	-184.42	-98.85	-113.40
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流				
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	0.00	90.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流				
<b>现金净增加额</b>	<b>-55.28</b>	<b>16.52</b>	<b>94.25</b>	<b>135.15</b>

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	<b>1,082.7</b>	<b>2,021.7</b>	<b>3,041.6</b>	<b>3,768.9</b>
营业成本	648.5	1,182.7	1,999.5	2,424.3
营业税金及附加				
营业费用	259.2	508.3	552.3	681.0
管理费用	44.1	95.0	136.9	169.6
财务费用	(8.0)	(2.5)	3.8	1.0
资产减值损失	7.7	14.3	8.9	6.6
公允价值变动收益				
投资净收益				
<b>营业利润</b>	<b>131.2</b>	<b>223.8</b>	<b>340.2</b>	<b>486.3</b>
营业外收入	4.6	14.0	7.7	8.8
营业外支出	1.3	0.8	0.9	1.0
<b>利润总额</b>	<b>134.5</b>	<b>237.0</b>	<b>346.9</b>	<b>494.1</b>
所得税	19.6	30.4	45.1	64.2
<b>净利润</b>	<b>114.9</b>	<b>206.6</b>	<b>301.8</b>	<b>429.8</b>
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>114.9</b>	<b>206.6</b>	<b>301.8</b>	<b>429.8</b>
EBITDA	144.9	241.1	379.3	526.9
EPS (元)	0.35	0.62	0.91	1.29

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>成长能力</b>				
营业收入	70.60	86.73	50.44	23.91
营业利润	57.73	93.21	24.21	29.02
归属母公司股东权益	69.08	79.79	46.05	42.43
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	40.11	41.50	34.26	35.67
净利率(%)	10.62	10.22	9.92	11.41
ROE(%)	18.75	28.61	32.75	34.89
ROIC(%)	17.45	26.61	30.50	33.99
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	42.41	59.80	63.74	60.32
净负债比率(%)	-42.92	-16.05	-22.25	-35.41
流动比率	1.83	1.32	1.31	1.40
速动比率	1.16	0.93	0.89	0.97
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.14	1.30	1.25	1.17
应收账款周转率	18.89	15.88	13.22	12.18
应付账款周转率	4.58	3.78	3.46	3.02
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.35	0.62	0.91	1.29
每股经营现金流	0.24	0.50	0.79	1.14
每股净资产	1.95	2.39	3.15	4.25
<b>估值比率</b>				
P/E	56.44	31.39	21.49	15.09
P/B	10.00	8.15	6.19	4.58
EV/EBITDA	45.23	27.19	17.28	12.44



## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257