

合肥三洋（600983）调研快报

战略深化，快步向前

中信证券研究部 家电行业组

胡雅丽

电话：021-68818867

邮件：hyl@citics.com

事项：

2009 年 1 月 7 日，我们于合肥三洋总部调研了公司董事长、总裁等高管。

纪要：

经营相关

❖ 公司完成“三三五”战略的第一步

公司 2008 年基本完成“三三五”战略的第一步（公司的“三三五”战略是：用 3 年时间实现产值或销售收入翻三番，到 2010 年达到 50 亿）。本次调研增强了我们对公司 08 年业务预测的信心，**收入规模 11 亿左右，净利润约 1.15 亿，同比均增长约 70%**。业绩增长的贡献主要来自洗衣机业务的高速增长，尤其是滚筒洗衣机的销量同比增长超过 3 倍。

2009 年公司销售增长将继续保持强势，收入规模可能超出我们预计，有望向 20 亿逼近。

洗衣机业务相关

❖ 内销各级城市全面开花

在一、二线城市，公司增大了连锁家电的进店率，与家电连锁渠道进行专业化、深层次的合作，提升了销售效率。公司目前在家电连锁的进店率约 60%，2009 年计划提高到 80%。根据中怡康的统计数据，公司在家电连锁的零售量份额从 2007 年 12 月的 3.68%（排名第七）提高到 2008 年 11 月的 6.64%（排名第五）。

公司在三、四级市场扩大市场覆盖区域，对全国市场进行了重新梳理。销售公司由以前的 25 个增加到了 37 个，网点从 2000 多个增加到 5000 多个，网点数增加了 150%。三、四级市场销售额同比提升 114%，占整体销售回款比重达到 42%。公司计划在 2009 年三四级市场网点增加到 8000 个。随着公司在小型城市布局的扩宽，明年将更大程度受益于家电下乡。

表 1：合肥三洋在各种级别城市销售量份额情况

城市级别	1 月	11 月	2008 年 1-11 月累计份额	排名	第一名海尔 2008 年 1-11 月累计
超大型	4.07%	6.83%	5.68%	第五	30.41%
特大型	3.20%	5.80%	4.77%	第五	38.75%
大型	3.05%	5.78%	4.57%	第五	33.97%
中型	2.97%	4.90%	4.01%	第五	30.26%
小型	3.43%	4.79%	4.29%	第五	31.61%

资料来源：中怡康

❖ 出口业务起步

公司以“三洋”的品牌出口为主，依靠三洋的海外渠道。具体操作流程是公司与三洋的洗衣机事业部艾克雅公司联系，由艾克雅牵线分别与三洋海外各分支结构谈订单。

2008 年出口业务起步，出口量较小，大约 3 万多台，出口地是香港、新加坡、印尼等。

2009 年公司成立将单独的部门负责出口，相关组织体系、考核机制正在变革之中。

❖ 低端产品的设计经验逐步丰富和对三四级市场认识加深有助于未来降低库存

公司今年库存增加的原因如下：公司之前没有做过低端产品和三四级市场的开拓，对于其需求判断不佳，产销衔接不够畅顺，造成了部分库存；另外，公司在低端产品上的设计不成熟，部分产品滞销。

经过 2008 年的尝试，公司对于低端产品和三四级市场的认识加深，需求判断将更准确，产品设计将更贴近市场，预计 2009 年库存管理将更加有效。

❖ 完善产品线，进一步结构升级

公司洗衣机产品线将全系列化，价位从 500 元到 10000 元，品类包括双筒、波轮、滚筒，共 40-50 个品种，其中双筒委托浙江厂商 OEM。本次公司家电下乡中标的 15 款产品中，就包括 9 款波轮洗衣机，6 款双桶洗衣机。

2008 年 10 月滚筒洗衣机完成了低端化，最便宜的近 3000 多元。低端滚筒虽然售价较低，但毛利率仍维持在 40% 以上。

2009 年公司要完成滚筒和波轮洗衣机的变频化，这将强化公司产品差异化和成本领先的竞争优势。

微波炉业务相关

❖ 微波炉表现一般，希冀改变

2008 年微波炉表现一般，销量 12 万多台，同比增长 14%，盈亏持平。

公司计划 2009 年在微波炉业务上大量引进外部人才，实现微销售的大幅增长。

对于微波炉业务，公司不谋求市场份额，而是在保证较高利润率的情况下采取跟随战略。

未来业务扩展相关

❖ 变频电机争取从目前的自供为主向第三方供应转变

公司积极争取股东方支持，开展洗衣机主业之外的新业务，削弱单一产品的增长瓶颈，提高整体抗风险能力。

变频电机有较好的节能和静音效果，目前国内变频电机主要靠进口。一旦实现国产化，将有助于降低国内变频洗衣机的成本。

目前公司的变频电机产品主要是自供，未来第三方供应的开展还需要观察。

公司正在争取通过收购苏州三洋变频电机来获取变频电机的核心技术，并在争取政府创新项目支持。

❖ 水处理系统业务年内有望启动

公司计划从日本三洋引进水处理系统业务，目前处于等待最后签约状态。

公司待引进的水处理系统小可用于家庭净水，大可用于农村集体（比养殖场）、游泳池等的污水处理。

❖ 广告宣传零突破，加强营销运作

长期以来受制于控股方与品牌归属方不一致的矛盾，公司生产销售的三洋牌洗衣机和微波炉几乎没有进行过广告宣传。随着扩张战略的深入，品牌形象的缺失很快将形成制约。合肥三洋计划在 09 年以产品为导向进行广告宣传零突破，遴选形象代言人，并加强营销运作。

此举将增加营销费用，同时营销规模扩张可摊薄费用，未必带来费用率上升。往后看，控股方与三洋品牌的归属方一致化仍待解决。公司此时加大三洋品牌的投入，除了支撑短期扩张战略之外，亦可增加品牌营销运作的经验，为将来获取三洋国内白电整合平台的地位或自建品牌增加可能性。

盈利能力相关

❖ 毛利率略降，净利润率稳定

随着公司产品线从高端到低端的全覆盖，公司毛利率下降趋势，但公司希望通过定价策略尽量稳定毛利率水平，2009 年原材料成本的大幅下降以将缓和毛利率的下降。公司认为主动管理毛利率相对有效，而期间费用率更为刚性客观，09 年规模效应带来费用率一定程度下降。综合来看，净利润率不一定会下降。

具体来说，公司计划通过技术创新和加强管理实现（以家电下乡产品为例，公司将严格出厂价格底线，控制毛利率），争取将毛利率维持在 35% 左右，净利润率稳定在 10% 左右的水平。

当然，公司承认未来收入规模扩张到一定程度，比如超过 30 亿，净利润率有所下降符合客观规律。

公司治理与股权相关

❖ 经营层与决策层分开

公司在寻求经营层与决策层分开，目前董事会除董事长和总裁外基本是外部董事。

❖ 国资委的持股目标何在？

合肥国资委为公司第一大股东，以收入和净利润的增速对董事会进行考核。

按照常规理解，国资委的职责是国有资产的保值增值，以及拉动当地就业。对于合肥三洋，我们设想，如果存在新项目驱动下的招商引资，有利于国资委的职责履行，那么国资委会否坚持控股地位？合肥市政府大力发展家电产业的思路清晰、态度开明，招商引资前有美泰克、日本三洋等海外合资，后有海尔、美的、格力等国内引资。前段时间合肥三洋的相对控股权从荣事达集团划归国资委，我们推测，国资委的用意在于更好实施扩张战略、有效盘活国有资产。

❖ 仍有机会成为日本三洋（或者松下）在华的白电整合平台吗？

日本三洋被松下收购后，公司未来的在松下体系中的定位是投资者关心的问题。

日本三洋和日本松下远隔重洋，可以设想收购之初要解决的重大事项相当之多，对合肥三洋定位事宜我们目前无法解决信息不对称的问题，暂时只能与公司的不断交流中分析可能的方向。

如果认同日本三洋投资合肥三洋的驱动因素在于成本节约，松下后续整合日本三洋和松下的白电业务，那么选择彼此在华投资的企业同样符合成本节约原则；在日本三洋和松下在华投资的洗衣机实体中，合肥三洋相比杭州松下作为上市公司的优势是否得到日本松下重视不得而知。

综合分析来看，合肥三洋面临三种命运——1、日本方面迟迟不做决策，合肥三洋维持现状在原有业务上扩张；2、短期按既定计划争取为日本三洋在中国的白电整合平台，中长期面临松下通盘整合中国家电业务的影响；3、直接成为松下在中国白电业务的整合平台。不管朝哪方发展，合肥三洋在洗衣机、微波炉、变频电机等现有业务上快速扩张的短期路径不受影响。

另一方面，合肥三洋当前的第一大股东是合肥国资委。政府的目标最终应是 GDP、利税和就业，至于日本三洋还是松下发展合肥三洋应该并没有倾向。

从长期跟踪公司的经验看，日本三洋冗长迟缓的决策程序和决策机制曾经阻碍过合肥三洋更快的发展。日本松下的决策机制比日本三洋好的可能性大，所以松下收购日本三洋对合肥三洋也存在机遇。当然，对该判断的理解还必须兼顾以下两点：松下对三洋非恶意收购、日本的文化决定松下与日本三洋的整合进程很可能不会太快。

❖ 风险提示

影响需求的不利因素超预期；松下对于三洋家电业务不予支持。

❖ 业绩预测及评级

公司近两年出于快速成长期，规模扩大的同时，盈利能力有望保持较高水平。随着三四级市场网络的铺开，将更受益于中国消费市场的纵深发展。我们维持近期盈利预测，合肥三洋 08/09/10 年 EPS 0.35/0.49/0.62 元。

本次调研坚定了我们对于公司未来业绩较高增长的信心，09 年重点发展的变频电机和即将启动的水处理设备等新业务增加了公司业绩超预期的可能性，按照 09 年 18-20 倍估值，目标价区间 8.82-9.8 元，维持增持评级。合肥三洋近期股价坚挺，如有调整建议投资者买入并持有，公司是不可多得的一季报业绩靓丽、全年业绩高增长较确定的投资品种。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准		评级	说明
		买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为 基准；	股票投资评级	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
		中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			