

# 合肥三洋

600983

中性/ 维持评级

| 股 价             | 2009/01/13 |
|-----------------|------------|
| <b>RMB11.49</b> |            |

## 基础数据

|               |      |
|---------------|------|
| 总股本（百万股）      | 333  |
| 流通 A 股（百万股）   | 123  |
| 流通 B 股（百万股）   | 0.00 |
| 可转债（百万元）      | N/A  |
| 流通 A 股市值（百万元） | 1413 |

## 财务数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 市净率 (X)          | 6.22  |
| TRACING P/E (X)* | 36.16 |
| EPS (元)          | 0.24  |
| 股息率 (%)          | 1.13  |

\*最近四季盈利计算。

## 相关研究

《2008 年中报点评》

2008/08/04

《合肥三洋：国内上市的外资家电品牌》

2008/06/11

分 析 师  
 陈伟彦  
 +755 - 82492946  
 chenwy@lhqz.com

# 期待更快的成长

| 经营预测与估值       | 2007A | 20081-3Q | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|---------------|-------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 634.7 | 721.7    | 1106.7 | 1591.5 | 2057.4 |
| (+/-%)        | 24.3  | 78.4     | 74.4   | 43.8   | 29.3   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 68.0  | 80.9     | 119.0  | 182.0  | 234.6  |
| (+/-%)        | 31.8  | 87.7     | 75.1   | 52.9   | 28.9   |
| EPS(元)        | 0.20  | 0.24     | 0.36   | 0.55   | 0.70   |
| P/E(倍)        | 40.0  | 33.6     | 31.1   | 21.0   | 16.3   |

■ **成长的弹性较大。**市场一般对公司快速扩张寄予厚望，我们认为：技术优势和重营销策略使公司具备持续快速成长的潜力，但竞争对手的压力、品牌推广面临的挑战，及营销体系与渠道的磨合等使 09 年成长弹性较大。

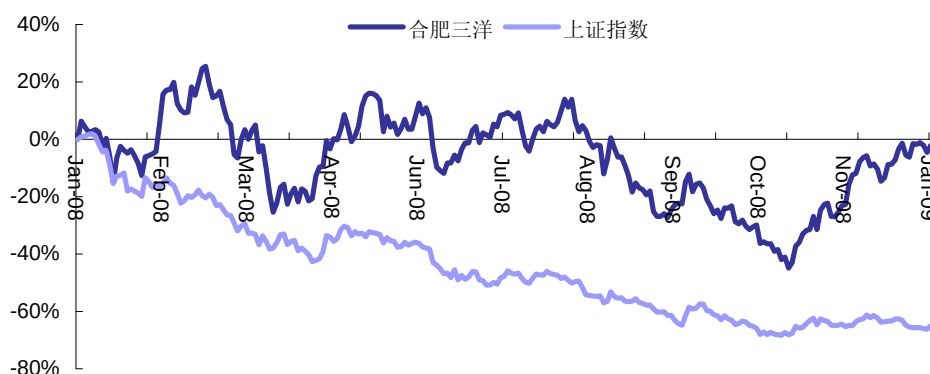
■ **一二级市场成长相对确定。**公司在二级市场的进店率和单店销量在 09 年仍有提升空间。公司计划 09 年在苏宁的进店率从 60%提升到 85%，并提升在国美的单店销量。考虑到公司的产品和品牌优势更多集中在一二级市场，09 年在一二级市场的成长相对更确定，这也是利润成长的主要来源。

■ **三四级市场成长潜力和成长弹性均较大。**公司在三四级市场的零售终端快速扩张，渠道扩张提供了快速成长的基础，但由于三四级市场品牌和渠道都更分散，公司 09 年在三四级市场的成长具有一定不确定性。

■ **“国际品牌 + 中国营销”、“领先技术 + 市场导向”，**这些是公司高盈利能力可持续的基础。也是持续快速成长的关键。

■ **维持“中性”评级。**我们预计 09 年洗衣机收入同比增长 30-60%，对应 09 年 EPS 为 0.49 元-0.61 元，如取中值增长 45%，对应 EPS 为 0.55 元，对应 PE 为 21 倍。目前估值基本合理，我们暂维持“中性”的评级。考虑到公司成长弹性较大和新项目正推进中，我们将持续关注公司市场份额提升和新项目推进情况，并将据此及时调整盈利预测和评级。

## 最近 52 周股价表现



## 有别于大众的认识

**1、成长弹性较大。**市场一般对公司的快速扩张寄予厚望，我们认为：领先的产品优势和重营销的策略使公司具备持续快速成长的极大潜力。但作为竞争性行业，渠道扩张和重视营销并不必然等于快速成长，相对稳定的市场竞争格局下国内外竞争对手的压力、品牌推广面临的挑战，以及营销团队与渠道的磨合等决定了公司 09 年成长的弹性较大。在这种情况下，对 09 年成长给予敏感性分析是更合理的选择，考虑到行业增长和市场份额提升，在不考虑农村市场和出口业务的情况下，我们预计公司 09 年洗衣机收入同比增速为 30-60%。

**2、一二级市场成长相对确定、是利润成长的主要来源。**根据调研和市场监测数据，公司 08 年底在全国的进店率仅 1/3，在一二级市场仅略高，其进店率和单店销量仍有提升空间。公司计划 09 年在苏宁的进店率从 60%提升到 85%，并提升在国美的单店销量。公司和苏宁之间有 09 年 Q1 倍增计划，1 月实际销售同比增长超过 100%。考虑到公司的竞争优势更多集中在一二级市场，进店率的提升使公司 09 年在一二级市场的成长相对更确定，这也是利润成长的主要来源。

**3、三四级市场成长潜力和成长弹性均较大。**公司在三四级市场的零售终端从 08 年年初的 2000 家增长到 08 年年末的 5000 家，09 年预计增长至 8000 家，渠道扩张提供了快速成长的基础，但由于三四级市场品牌和渠道都更分散，公司 09 年在三四级市场的成长具有一定不确定性。

**4、我们认为：做大做强的发展战略、领先的技术优势、基于技术优势的中高端国际品牌形象、以市场为导向的营销策略和团队建设，这些共同构成公司在高盈利水平前提下规模快速成长的关键。**我们也对此做了较深入的分析。

## 公司 09 年发展目标

公司 09 年继续坚持做大做强的战略，并提出了较高的发展目标：

1、收入：09 年收入同比增长 70%以上，对营销团队的考核目标是 100%。

2、毛利率：09 年毛利率与 08 年全年持平（36%）

3、市场份额：波轮洗衣机市场份额从 8%增长到 15%，滚筒洗衣机市场份额从 3.0%增长到 10%。

我们将结合公司发展战略、洗衣机行业态势、新品推出能力、渠道覆盖，以及营销团队建设等分析公司 09 年的成长性。

## 渠道扩张、市场导向的营销体系驱动成长

### 08 年 Q4 市场份额环比提升缓慢只是暂时现象

公司的洗衣机市场份额在 08 年 4 月起开始快速增长，但 9 月后市场份额提升放缓，如果市场份额不能持续提升，也就意味着公司 09 年 H2 后难以快速成长。我们观察到：08 年 Q4 市场份额环比提升放缓是由于营销体系处于重建初的磨合

期，以及新品推出延迟到 8/9 月，这种放缓只是暂时现象，并不能构成趋势。

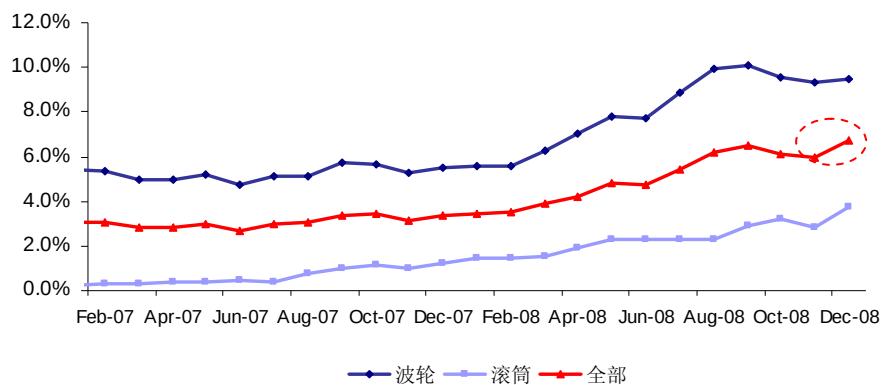
在公司做大做强战略的牵引下，公司在城市洗衣机市场的份额从 08 年 4 月起进入快速成长期。根据中怡康对主要城市零售市场的监测，公司的洗衣机零售额份额从 08 年 3 月的 4.0% 提升至 9 月的 6.4%，半年时间增长 60%。但 9 月后，市场份额处于平稳发展期，08 年 11 月为 6.3%，与 9 月基本相当。市场份额增长停滞主要表现在：

(1) 占收入 80% 的波轮洗衣机市场份额在 09 年 9 月达到 9.3% 之后进入平稳期，09 年 10、11 月分别为 9.3%、8.9%。

(2) 滚筒洗衣机市场份额处于持续提升通道，从 08 年 1 月的 2.3% 提升至 08 年 11 月的 3.5%。但滚筒洗衣机收入占比仅 10%。

洗衣机市场份额在 08 年 Q4 增长放缓主要由于公司在 08 年下半年开始推进营销体系变革，内部需要调整和磨合，同时下半年新品推出延迟到 8、9 月份。公司在 08 年并未大规模投入广告宣传和促销活动，5-9 月的快速增长是在做大做强战略指引下在一二级市场进店率提升的自然结果，也是最容易实现的增长。

图 1、三洋品牌城市洗衣机市场零售额份额



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

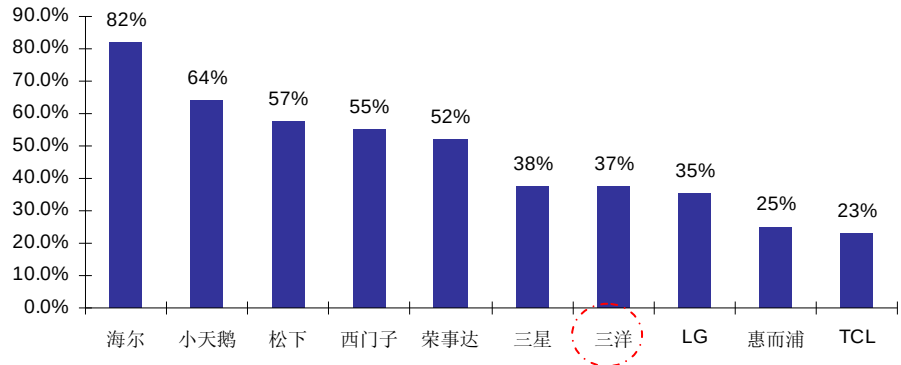
市场份额增长的暂时停滞并不意味着公司从此进入平稳发展阶段，公司目前已初步搭建适应做大做强战略和市场竞争需要的营销管理团队。08 年底公司加大促销力度，在滚筒洗衣机市场份额大幅提升的驱动下，08 年 12 月的零售额市场份额提升到 6.7%，环比提升 0.7 个百分点。09 年 1 月销售收入同比增长在 100%，呈加速态势。

### 进店率和单店销量仍有提升空间

与国美苏宁的合作在深化。08 年公司收入的渠道分布状况是：国美苏宁占 36%、百货 18%、区域性连锁 5%、三四级市场代理商 42%。公司 08 年在国美苏宁的进店率从年初的 40% 提升到年末的 60%（苏宁全国 850 家店，公司进入了 500 家；国美 1300 家店，公司进入 800 家），市场份额从 3% 提升到 11%。09 年目标是：在苏宁的进店率提升到 85%，在国美的单店销量提升。公司在苏宁的市场份额从 08 年初的 3% 提升到年末的 11%，距离公司全国市场份额 15% 的目标尚有差距。公司与苏宁有一个 09 年 Q1 倍增计划，09 年 1 月执行良好，1 月

在苏宁销售收入同比增长在 100%以上。

图 2、洗衣机各品牌的商场覆盖率



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

备注：（1）商场覆盖率=销售某品牌的商场个数/销售洗衣机的全部商场个数；  
（2）中怡康的监测仅可代表一二线城市主流渠道的情况，不能反映三四线城市和农村市场的渠道状况。

**三四级市场渠道快速扩张、蓄势待发。**三四级市场一直是公司的短板，整体渠道覆盖率仅 1/3，在公司最具优势的安徽省也仅 2/3，在部分区域（河南等）还低于 1/3。08 年是公司在三四级市场提升覆盖率的一年，进入门店从 08 年初的 2000 家提升到 08 年末的 5000 家，09 年公司的目标是 8000 家。08 年公司在三四级市场销售收入同比增长 114%，占公司整体收入的 42%。但 08 年的增长还只是初期，三四级市场的渠道比较分散，从建立合作关系到销量达到稳定值需要较长时间，09 年公司在三四级市场处于蓄势待发的状态，前期的渠道快速扩张和营销体系的积累将促使业务的更快增长。公司的未来目标是三四级市场占公司收入的比例提升到 60%。

**在三四级市场成功推广品牌是严峻考验。**公司在三四级市场面临的最大问题在于：公司在三四级市场的品牌基础较差，公司定位为中高端市场，这必然面临国内知名品牌（海尔）和国外知名品牌（西门子、松下、三星）等的挑战。如何将公司中高端的“国际品牌”形象在三四级市场成功推广是一个严峻的考验，公司的渠道扩张还只是完成了第一步。因此，我们认为，由于技术优势、基数较低、渠道扩张和加大推广力度，公司在三四级市场上 09 年应可快速成长，但成长的弹性也较大。

### 营销短板明显改善

**“领先的产品优势+市场导向的营销”才是支撑持续快速成长的关键。**渠道的扩张和业绩增长并不能划上等号，产品和营销共同构成成长的两大要素。公司的洗衣机产品在行业内处于领先水平已无需所言，以前的短板——营销体系中渠道覆盖率虽已明显提升，但更关键的是公司已基本搭建适应市场竞争需要的营销体系和营销团队：

（1）营销体系变革和新的营销团队组建已基本完成。经过 08 年的营销体系

变革：分公司从 22 个增加到 37 个，提升对渠道的覆盖和掌控力度，公司的原则是每个分公司的年回款额在 5000 万以内。

(2) 供应链体系完成了从生产导向到市场导向的转型。公司 08 年先后成立市场部和产品企划部，负责从市场需求到研发、生产的协调，改变之前营销人员被动的销售产品、研发人员忽视市场需求的状况，建立了以市场为导向为主的供应链体系。

(3) 新营销团队建设基本搭建完成。营销一直是公司的短板，公司在 08 年通过引进外部营销人员组建新的营销团队，营销公司总经理曾荣中曾负责荣事达和美的的洗衣机国内营销业务，08 年初到合肥三洋负责国内营销。公司目前的营销团队中部分来自于荣事达和美的的部分营销管理人员，目前 37 个分公司总经理中来自外部的约 10 人。

(4) 建立以市场导向为主的激励机制。公司以前对销售人员的考核中更关注利润率而相对忽视规模的扩张，08 年公司在营销体系内部建立了以市场导向为主的激励机制，重视对规模扩张和毛利率的考核，08 年底也兑现了前期承诺，营销人员的积极性得以提高。

### 品牌关注度提升有助成长

由于公司以前重技术轻营销的战略，公司的品牌知名度在国内并不高，08 年的快速增长主要是由于渠道扩张和重视营销后的拉动。但如果在 09 年及之后要保持持续的成长，良好的、具备广泛影响力的品牌形象是关键。从品牌关注度看，根据 ZDC 对网络点击的监测，三洋洗衣机品牌的关注度 08 年以来呈持续上升趋势。我们认为公司品牌形象的推广存在机遇和挑战并存，但我们认为：公司目前的规模还尚未完全反映潜在的品牌拉力，品牌关注度的提升就是一个很好的说明。

#### 三洋洗衣机品牌推广的有利因素：

- 1、领先的产品优势，这是成功品牌的基石。
- 2、上市公司 + 业绩处于上升期，可提升公司的品牌形象
- 3、洗衣机行业竞争格局变数（小天鹅和荣事达的下滑）为公司提供机遇。
- 4、广告投入加大，09 年计划投入广告费 2000 万，之前极少
- 5、终端促销推广加大，08 年底已开始。

#### 三洋洗衣机品牌推广的不利因素：

- 1、品牌的惯性特征使公司获取突破需要时间
- 2、低规模决定广告投入的金额相对较少
- 3、日本三洋在全球和中国的经营困境对整体品牌形象有所伤害。



表 1、洗衣机品牌关注度比较

|     | 07Q3  | 07Q4  | 08Q1  | 08Q2  | 08Q3  | 08Q4  |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 海尔  | 48.2% | 31.1% | 49.1% | 46.2% | 42.4% | 43.4% |
| 西门子 | 12.2% | 17.9% | 16.1% | 13.3% | 14.7% | 11.4% |
| 小天鹅 | 7.2%  | 13.6% | 9.2%  | 10.9% | 11.1% | 10.3% |
| 松下  | 9.5%  | 3.7%  | 6.0%  | 7.5%  | 7.4%  | 11.3% |
| LG  | 4.9%  | 5.1%  | 5.1%  | 3.7%  | 4.8%  | 3.2%  |
| 三洋  | 2.9%  | 2.5%  | 2.8%  | 3.6%  | 4.3%  | 4.5%  |
| 三星  | 4.9%  | 8.3%  | 4.1%  | 5.4%  | 4.1%  | 3.1%  |
| 荣事达 | 3.3%  | 5.4%  | 3.3%  | 3.4%  | 3.8%  | 2.8%  |
| 博世  | 1.5%  | 3.1%  | 1.9%  | 2.5%  | 2.3%  | 2.0%  |
| 惠而浦 | 1.6%  | 2.8%  | 1.0%  | 1.8%  | 2.1%  | 2.2%  |
| 其他  | 3.7%  | 6.5%  | 1.4%  | 1.7%  | 3.0%  | 5.4%  |

数据来源:ZDC, 联合证券研究所。

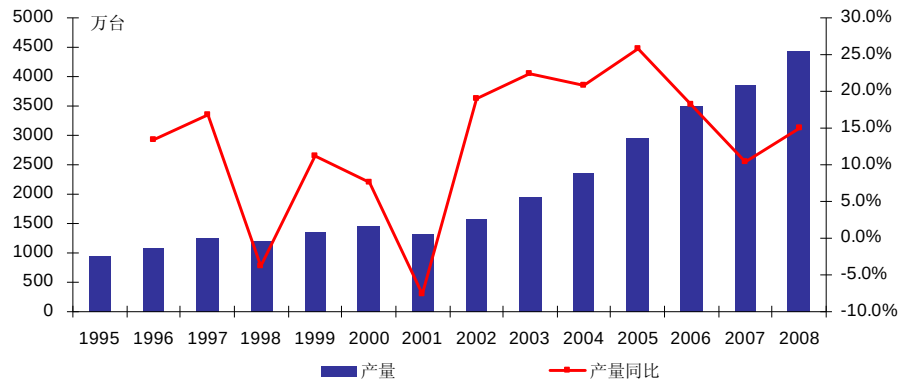
备注: ZDC 的品牌关注度来自对访问中关村在线及其分站、合作网站的海量用户的监测统计, 可大致反映一二级市场一般消费者对品牌的关注程度。

## 洗衣机行业成长稳定

相对其他家电子行业, 由于国内需求相对稳定、出口又以新兴市场为主, 我国洗衣机行业成长一直相对稳定: 规模稳定成长、竞争格局稳定、盈利能力稳定。

**规模稳定快速成长。**从 02-08 年, 洗衣机行业产量一直保持稳定成长, 年增长率为 18.7%, 即使在 08 年经济下滑的情况下, 洗衣机行业产量同比增速仍达 15%, 远超过冰箱和空调行业。

图 3、1995-2008 年我国洗衣机行业产量



数据来源: 国家统计局, 联合证券研究所。

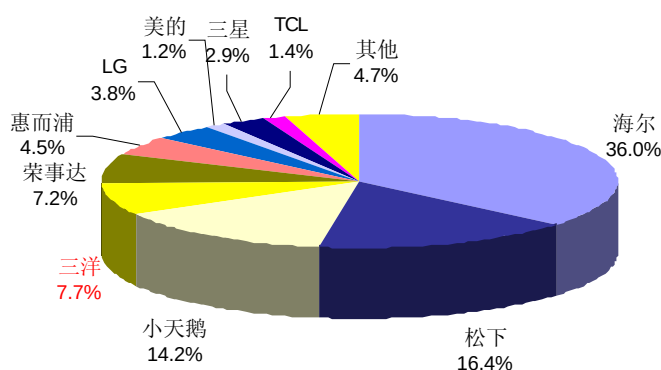
**竞争格局相对稳定。**我国洗衣机行业的竞争格局一直极为稳定, 尤其是在城市市场, 前几位品牌——国内品牌海尔、小天鹅、荣事达长期占据行业领先地位, 尤其是海尔一枝独秀, 占据 1/3 的市场。国外品牌松下、三星等在高端产品上位居前列。虽然由于小天鹅和荣事达由于股东问题近两年来市场份额出现下滑, 这也为三洋品牌洗衣机的上升提供了机遇, 但小天鹅和荣事达仍占据行业前三。行业整体格局维持基本稳定。

表 2、城市洗衣机市场竞争格局（零售量份额）

|     | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 |
|-----|--------|--------|--------|
| 海尔  | 30.1%  | 32.1%  | 33.0%  |
| 小天鹅 | 18.1%  | 16.1%  | 13.3%  |
| 荣事达 | 10.5%  | 10.7%  | 9.6%   |
| 松下  | 8.3%   | 9.2%   | 9.7%   |
| 三洋  | 3.3%   | 3.1%   | 5.1%   |
| 西门子 | 4.4%   | 4.6%   | 4.6%   |
| LG  | 3.8%   | 3.7%   | 3.7%   |
| 惠而浦 | 4.2%   | 3.2%   | 3.2%   |
| 三星  | 3.2%   | 3.0%   | 3.0%   |
| TCL | 4.2%   | 2.9%   | 2.7%   |
| 金羚  | 1.5%   | 1.5%   | 1.6%   |
| 美的  |        | 0.2%   | 0.9%   |
| 其他  | 8.2%   | 9.7%   | 9.7%   |

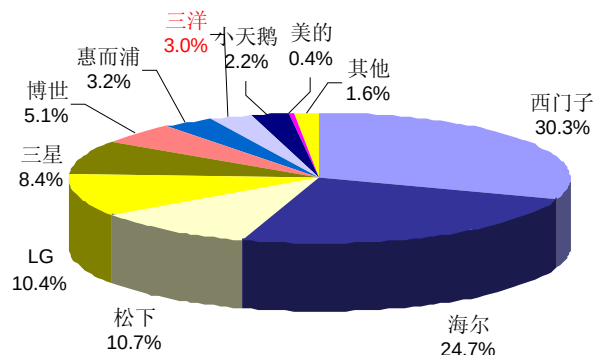
数据来源：中怡康，联合证券研究所。

图 4、08 年城市波轮洗衣机市场格局（零售额份额）



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

图 5、08 年城市滚筒轮洗衣机市场格局（零售额份额）

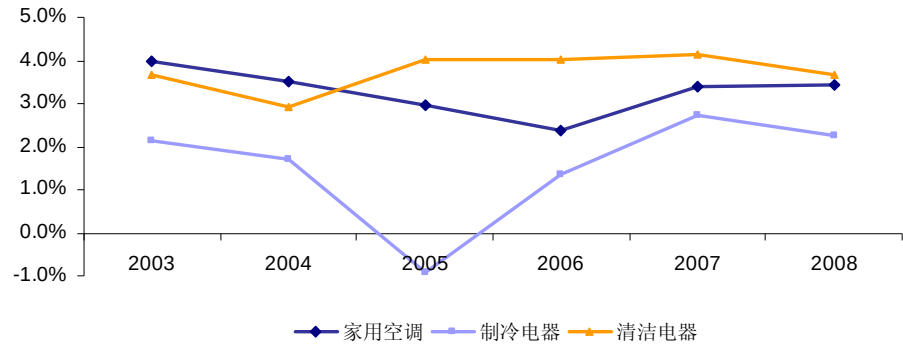


数据来源：中怡康，联合证券研究所。

盈利能力较高且较稳定。由于需求持续成长和竞争格局稳定，洗衣机行业的

盈利能力及其稳定性都一直强于冰箱和空调行业。

图 6、04-08 年洗衣机行业盈利能力



数据来源：中经网，联合证券研究所。

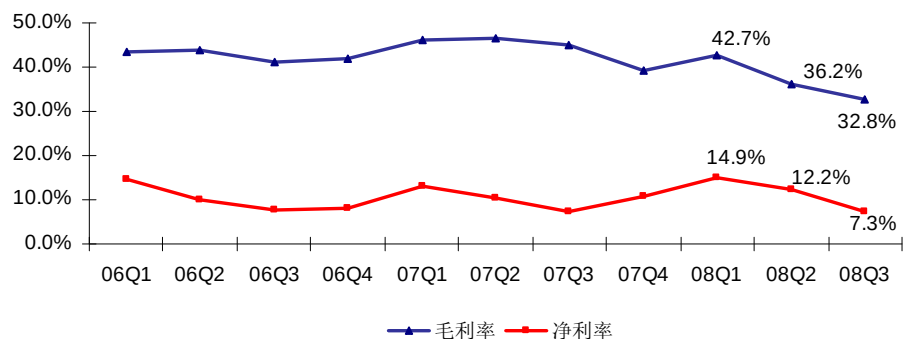
备注：以上盈利能力 = 税前利润/销售收入。清洁电器主要为洗衣机。

## 09 年毛利率可稳定、提升

公司 08 年在市场份额快速提升同时毛利率也快速下降，在费用率基本稳定的前提下，09 年毛利率能否稳定提升就成为业绩成长的关键。我们认为：原材料价格下降、毛利率更高的滚筒洗衣机占比提升和新品的推出将有助于公司 09 年毛利率的稳定，并可能略有提升。

**08 年毛利率快速下滑。**08 年在市场份额提升同时，公司洗衣机毛利率也在下降，08 年 Q3 综合毛利率为 32.8%，相比 Q1 (42.7%) 下降了约 10 个百分点。毛利率的下降主要表现在零售价格下降上。根据市场监测数据，08 年 12 月公司的波轮和滚筒洗衣机零售均价分别为 1640 元、4730 元，相比年初分别下降 4%、18%，而同期行业均价基本持平。价格下降除部分由于产品结构调整之外，为追求规模成长，以前高毛利的 5 公斤以上大容量洗衣机零售价格的大幅下降是关键。

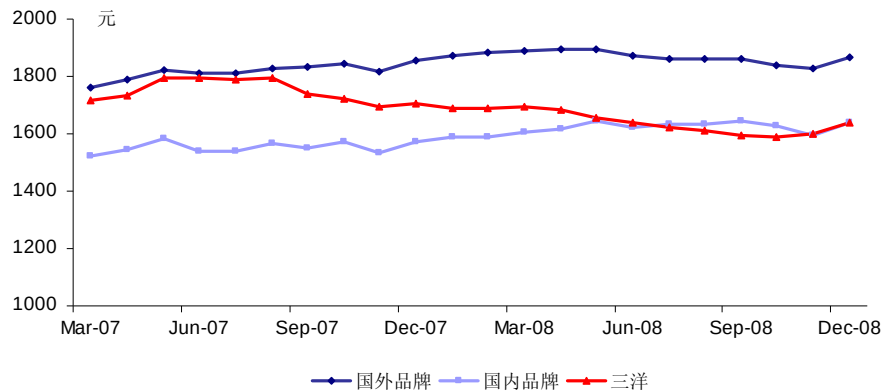
图 7、合肥三洋毛利率和净利率：08 年呈下降趋势



数据来源：WIND，联合证券研究所。

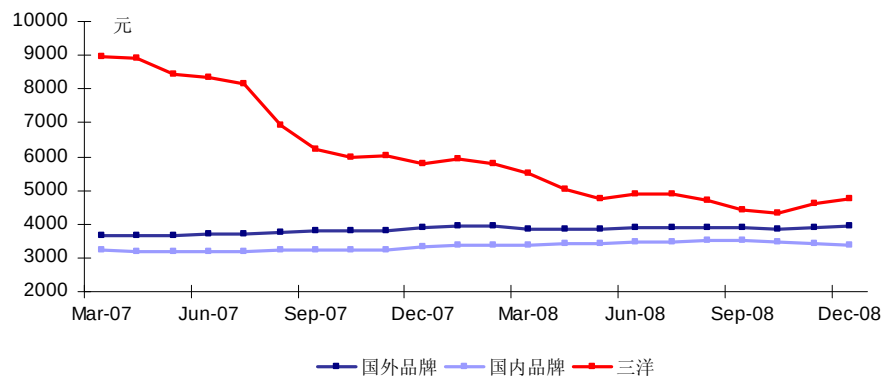


图 8、07-08 年三洋波轮洗衣机零售均价与行业比较



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

图 9、07-08 年三洋滚筒洗衣机零售均价与行业比较



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

**原材料价格下降促进毛利率提升。**洗衣机的整机成本中原材料成本占 90%以上，平均而言，原材料成本中：塑料占 35%、钢占 35%、电机 10%、电子元器件占 20%，而 08 年 10 月以来，塑料和钢价格快速下降，相比 08 年最高价是下降 30-40%以上。虽然 09 年原材料价格有所企稳反弹并呈振荡趋势，但预计 09 年全年钢和塑料平均价格比 08 年降低约 10-25%。原材料价格的下降和城市洗衣机市场竞争格局的相对稳定使得洗衣机行业的毛利率有提升的空间。

**高毛利的滚筒洗衣机占比提高促进毛利率提升。**滚筒洗衣机的毛利率远高于波轮洗衣机，公司的滚筒洗衣机毛利率在 45%以上。但 08 年滚筒洗衣机销量仅 4.2 万台，占洗衣机整体销量仅 6%，销售收入占比也仅约 15%。高毛利的滚筒洗衣机实际贡献有限。公司的滚筒洗衣机市场份额 08 年仅 3%，09 年有望大幅提升，公司的目标是 09 年滚筒洗衣机市场份额提升至 10%。我们以提升到 6%、销量 10 万台计算，09 年滚筒洗衣机收入占比将提升到 25%，可促进整体毛利率提升 1 个百分点。

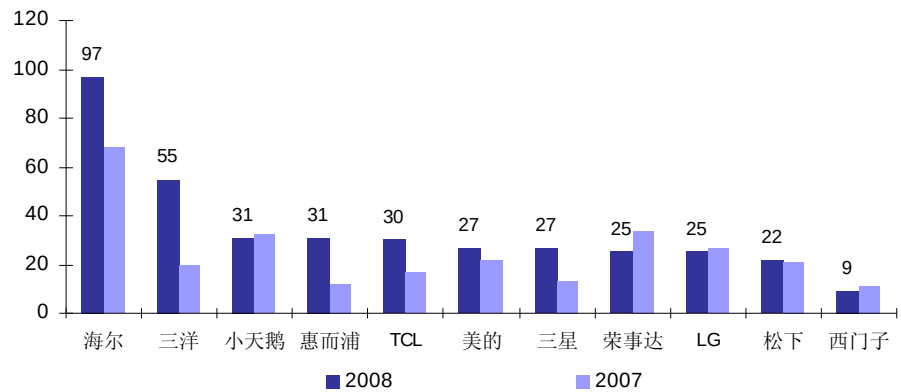
**三四级市场费用率低可平滑低毛利的影响。**08 年三四级市场是公司的重要市场，也是增长的主要来源之一。08 年公司三四级市场收入占 42%，公司的目标

是提升到 60%。三四级市场的毛利率低于一二级市场，但由于不用支付连锁渠道的大量费用，整体销售费用率更低，盈利能力也可保持略低于一二级市场的水平。

**新品推出能力强促进毛利率提升。**家电行业的新品一向较高，新品推出能力是影响企业毛利率的重要因素。公司在洗衣机领域具备极强的技术优势，产品力作为做大做强战略的重要支撑，公司 08 年新品推出也快速提升，新上市型号数远高于其他国外品牌，在行业中处于前列（小天鹅和荣事达 08 年新上市型号数量同比略有下降）。从公司新品上市周期看，08 年主要集中在 8 月份后，考虑到新品对销售拉动的滞后性（2-3 个月左右），09 年的快速成长具备很好的产品基础。

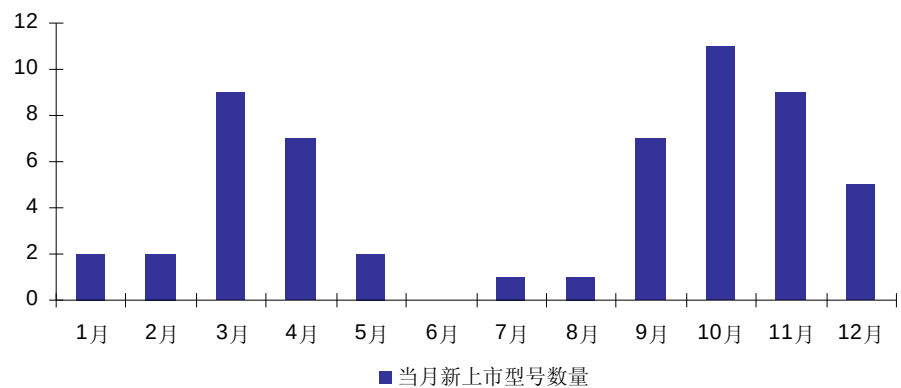
**国际品牌提供的溢价。**公司毛利率长期维持远高于行业平均水平，除公司在核心部件上的自制能力外，作为国际品牌提供的溢价也是关键之一。“国际品牌 + 中国营销”是公司在快速扩张过程中保持高盈利能力的重要保障。

图 10、主要洗衣机品牌新上市型号数量



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

图 11、08 年各月三洋洗衣机新上市型号数量



数据来源：中怡康，联合证券研究所。

备注：以上数据来源于中怡康对城市市场的监测，与企业实际新品推出可能有差异。

## 盈利预测和投资建议

### 分产品收入和毛利率假设

| 表 3、合肥三洋分产品收入和毛利 |        |        |         |         | 万元      |
|------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
|                  | 2006A  | 2007A  | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
| <b>销量（万台）</b>    |        |        |         |         |         |
| 波轮洗衣机            | 39.4   | 43.7   | 66.3    | 90      | 110     |
| 滚筒洗衣机            | 0.2    | 1.0    | 4.2     | 10      | 20      |
| 洗衣机出口            |        |        | 3.0     | 3.0     | 3.0     |
| 微波炉              | 8.4    | 10.1   | 12.8    | 16.6    | 20.0    |
| <b>营业收入</b>      |        |        |         |         |         |
| 合计               | 50,929 | 63,370 | 110,670 | 59,147  | 205,743 |
| 洗衣机              | 46,366 | 56,577 | 101,839 | 147,667 | 191,967 |
| 微波炉              | 4,564  | 6,793  | 8,830   | 11,480  | 13,776  |
| <b>收入增长</b>      |        |        |         |         |         |
| 合计               | 16.6%  | 24.4%  | 74.6%   | 43.8%   | 29.3%   |
| 洗衣机              | 16.0%  | 22.0%  | 80.0%   | 45.0%   | 30.0%   |
| 微波炉              | 22.7%  | 48.8%  | 30.0%   | 30.0%   | 20.0%   |
| <b>毛利率</b>       |        |        |         |         |         |
| 合计               | 42.8%  | 43.3%  | 36.5%   | 36.4%   | 36.4%   |
| 洗衣机              | 43.6%  | 43.5%  | 36.0%   | 36.0%   | 36.0%   |
| 微波炉              | 34.2%  | 42.3%  | 42.0%   | 42.0%   | 42.0%   |

数据来源：联合证券研究所。

### 盈利预测假设

**1、洗衣机收入同比增长 30-60%，我们取中值为 45%。**注意：由于农村市场和出口业务成长具有较大不确定性，且其盈利能力远低于现有水平，对利润贡献较小，我们在盈利预测时并未考虑农村市场和出口业务的收入贡献。同时我们假设 09 年城市洗衣机行业收入与 08 年持平。

| 表 4、09 年合肥三洋洗衣机收入成长的敏感性测算 |                |                  |     |                  |     |
|---------------------------|----------------|------------------|-----|------------------|-----|
|                           | 2008 年<br>市场份额 | 2009E(A)<br>市场份额 | 同比  | 2009E(B)<br>市场份额 | 同比  |
| Q1                        | 4.1%           | 6.5%             | 59% | 7.0%             | 71% |
| Q2                        | 5.0%           | 7.0%             | 40% | 8.0%             | 60% |
| Q3                        | 6.1%           | 7.5%             | 23% | 9.0%             | 48% |
| Q4                        | 6.3%           | 8.0%             | 27% | 10.0%            | 59% |
| 全年                        | 5.3%           | 7.3%             | 38% | 8.5%             | 60% |

数据来源：联合证券研究所测算。

**2、09 年毛利率与 08 年持平。**09 年原材料价格降低和滚筒洗衣机占比提升有助于毛利率提升、毛利率更低的三四级市场增长快于一二级市场使毛利率下降，综合考虑，预计 09 年毛利率维持 08 年水平（36%）。

**3、09 年销售费用率与 08 年持平。**公司 09 年广告费投入大幅增加（计划 2000 万元，08 年极少），同时将加大终端促销投入，这些将加大销售费用率压力，但同时规模效应和三四级市场的销售费用率低于一二级市场使销售费用率有所降低。综合考虑我们认为未来几年销售费用率保持 08 年水平较为合理。

4、2009 年、2010 年所得税率为 15%

5、不考虑营业外收支、资产减值损失和财务费用等因素

**6、暂不考虑变频电机和水处理项目。**为完成 3 年番 3 番和做大做强的战略目标，公司拟推进两个新项目——变频电机和水处理。这两个项目的技术来源都是日本三洋电机，这两个项目的发展前景都极为广阔，但目前尚处于推进前期，与日本三洋能否达成合作、两项技术能否在行业中处于绝对领先地位、项目推广的资金来源和进度、项目的盈利模式等都面临极大的不确定性，因此，我们在盈利预测时暂不考虑这两个项目的影响。但持续关注其进度。

## 投资建议

基于以上假设，如 09 年洗衣机收入同比增长 30-60%，对应 09 年 EPS 为 0.49 元 - 0.61 元，如取中值增长 45%，对应 EPS 为 0.55 元。

在一般假设下，我们预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.36 元、0.55 元、0.70 元，对应 PE 分别为 31 倍、21 倍、16 倍，目前估值已高于行业水平（15 倍），处于基本合理水平，我们暂维持“中性”的评级。考虑到公司成长弹性较大和新项目正推进中，我们将持续关注公司市场份额提升和新项目推进情况，并将据此及时调整盈利预测和评级。

## 风险提示

市场竞争导致公司的市场份额提升未能达到预期

洗衣机行业成长低于预期

**表 5、盈利预测表**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表              |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2007        | 2008E        | 2009E        | 2010E        | 会计年度             | 2007        | 2008E        | 2009E        | 2010E        |
| <b>流动资产</b>    | 592         | 711          | 1032         | 1349         | <b>营业收入</b>      | 635         | 1107         | 1591         | 2057         |
| 现金             | 249         | 221          | 318          | 411          | 营业成本             | 359         | 703          | 1012         | 1308         |
| 应收账款           | 44          | 68           | 105          | 146          | 营业税金及附加          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其它应收款          | 8           | 10           | 16           | 27           | 营业费用             | 150         | 216          | 310          | 401          |
| 预付账款           | 1           | 2            | 3            | 4            | 管理费用             | 33          | 39           | 47           | 56           |
| 存货             | 138         | 211          | 302          | 391          | 财务费用             | -6          | -6           | -2           | 5            |
| 其他             | 153         | 199          | 286          | 370          | 资产减值损失           | 24          | 15           | 10           | 10           |
| <b>非流动资产</b>   | 180         | 272          | 308          | 336          | 公允价值变动收益         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 2           | 2            | 2            | 2            | 投资净收益            | -0          | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 108         | 210          | 245          | 269          | <b>营业利润</b>      | 75          | 140          | 214          | 276          |
| 无形资产           | 29          | 37           | 45           | 53           | 营业外收入            | 4           | 1            | 0            | 0            |
| 其他             | 42          | 23           | 17           | 13           | 营业外支出            | 1           | 1            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 772         | 983          | 1340         | 1685         | <b>利润总额</b>      | 78          | 140          | 214          | 276          |
| <b>流动负债</b>    | 186         | 322          | 574          | 803          | 所得税              | 10          | 21           | 32           | 41           |
| 短期借款           | 0           | 14           | 152          | 273          | <b>净利润</b>       | 68          | 119          | 182          | 235          |
| 应付账款           | 88          | 169          | 240          | 308          | 少数股东损益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 98          | 139          | 181          | 222          | <b>归属于母公司净利润</b> | 68          | 119          | 182          | 235          |
| <b>非流动负债</b>   | 8           | 8            | 8            | 8            | EBITDA           | 91          | 156          | 246          | 323          |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | EPS (元)          | 0.20        | 0.36         | 0.55         | 0.70         |
| 其他             | 8           | 8            | 8            | 8            | <b>主要财务比率</b>    |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 194         | 330          | 582          | 811          | <b>会计年度</b>      | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> |
| 少数股东权益         | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>成长能力</b>      |             |              |              |              |
| 股本             | 333         | 333          | 333          | 333          | 营业收入             | 24.3%       | 74.4%        | 43.8%        | 29.3%        |
| 资本公积           | 117         | 117          | 117          | 117          | 营业利润             | 27.7%       | 87.9%        | 52.9%        | 28.9%        |
| 留存收益           | 128         | 203          | 308          | 424          | 净利润              | 31.8%       | 75.1%        | 52.9%        | 28.9%        |
| 归属母公司股东权益      | 577         | 653          | 758          | 874          | <b>获利能力</b>      |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 772         | 983          | 1340         | 1685         | 毛利率              | 43.4%       | 36.5%        | 36.4%        | 36.4%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率              | 10.7%       | 10.8%        | 11.4%        | 11.4%        |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE              | 11.8%       | 18.2%        | 24.0%        | 26.8%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | ROIC             | 21.2%       | 30.1%        | 36.0%        | 38.3%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 42          | 116          | 104          | 166          | <b>偿债能力</b>      |             |              |              |              |
| 净利润            | 68          | 119          | 182          | 235          | 资产负债率            | 25.2%       | 33.6%        | 43.4%        | 48.1%        |
| 折旧摊销           | 23          | 22           | 34           | 42           | 净负债比率            |             |              |              |              |
| 财务费用           | -6          | -6           | -2           | 5            | 流动比率             | 3.18        | 2.21         | 1.80         | 1.68         |
| 投资损失           | 0           | 0            | 0            | 0            | 速动比率             | 2.44        | 1.56         | 1.27         | 1.19         |
| 营运资金变动         | -63         | -29          | -115         | -120         | <b>营运能力</b>      |             |              |              |              |
| 其它             | 20          | 10           | 5            | 4            | 总资产周转率           | 0.85        | 1.26         | 1.37         | 1.36         |
| <b>投资活动现金流</b> | 42          | -120         | -70          | -70          | 应收账款周转率          | 13          | 19           | 17           | 15           |
| 资本支出           | 35          | 110          | 60           | 60           | 应付账款周转率          | 4.39        | 5.48         | 4.95         | 4.77         |
| 长期投资           | 0           | -0           | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b>  |             |              |              |              |
| 其他             | 77          | -10          | -10          | -10          | 每股收益             | 0.20        | 0.36         | 0.55         | 0.70         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -33         | -23          | 63           | -3           | 每股经营现金流          | 0.13        | 0.35         | 0.31         | 0.50         |
| 短期借款           | 0           | 14           | 139          | 121          | 每股净资产            | 1.73        | 1.96         | 2.27         | 2.62         |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>      |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 0           | 0            | 0            | 0            | P/E              | 54.9        | 31           | 20           | 16           |
| 资本公积增加         | 0           | 0            | 0            | 0            | P/B              | 6.5         | 5.7          | 4.9          | 4.3          |
| 其他             | -33         | -37          | -76          | -124         | EV/EBITDA        | 38          | 22           | 14           | 11           |
| <b>现金净增加额</b>  | -18         | -27          | 97           | 93           |                  |             |              |              |              |

数据来源: 联合证券研究所。

## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。