

# 逆势扩张，延续 08 年高增长

——合肥三洋(600983)调研报告

分析师

何奇峰

☎ 8610 - 88366060 - 8876

✉ heqf@cgws.com

## 要点:

- **新战略、新体制、高成长。**2007年10月，原荣事达集团副总裁金友华出任集团法人代表。公司新领导团队审时度势，提出了335发展战略：从2008年开始，利用3年左右时间，实现销售收入翻三番，产值达到50亿元的战略目标。2008年二季度开始，合肥三洋开始将经营重点转向市场拓展，转变经营理念、改革销售体制、下沉渠道网络，从2008年5月开始，在滚筒等高端产品带动下，公司单月销售快速上升，三季度销售收入增长120%，净利润增长123.8%；2008全年营业收入增长70.6%，净利润增长71.5%。
- **09年业绩高成长将延续。**合肥三洋08年销售的爆发增长源于销售体制改革与销售网点的大规模扩张，通过公司实地调研，我们认为销售效率提升以及渠道网点扩张带来的收入快速增长势头在09年仍可延续。分业务来看：洗衣机业务09年的增长将由单（店）点销售增长与销售网点覆盖率提升来实现；微波炉业务由于销售体制改革，09年的表现很有可能复制洗衣机08年的爆发增长态势；变频电机、水处理设备等新业务有望在09年启动，将成为2010年公司增长的重要来源。
- **公司竞争优势明显，高成长基础扎实。**概括而言，合肥三洋的竞争优势主要包括：稳定专业的经营团队，为业绩增长提供了重要保障；领先的研发优势和良好的产品品质，在市场竞争中体现较高的产品性价比；营销体制与渠道变革推动了公司销售的快速增长；高毛利、高ROE的财务特点，为公司向渠道提供服务支持和销售返利、推动销售增长提供了财务支持。
- **维持谨慎推荐评级。**我们测算得出合肥三洋2009-2010年的EPS分别为0.48和0.56元，对应当前09年动态PE为20.87倍。目前公司的估值不仅高于白电行业龙头格力电器和美的电器，也要高于从事洗衣机业务的小天鹅A。不过，我们考虑公司09年仍将保持快速增长，一季报业绩高增长确定性高，我们维持对合肥三洋“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示。**公司面临的主要风险因素包括：1)三四级市场销售增长的同时，中低端产品销售占比提高，公司整体业务毛利可能出现较大幅度下降；2)返销日本和OEM代工业务的规模和毛利水平存在不确定性，东南亚出口市场依靠三洋销售体系，由于全球经济危机可能导致出口需求下滑；3)微波炉、双桶等业务的市场拓展面临不确定性。

投资评级：谨慎推荐（维持）

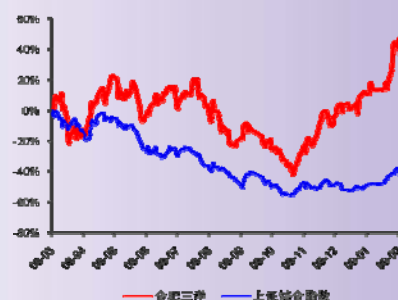
## 市场数据

|           |            |
|-----------|------------|
| 总市值（百万元）  | 3,014      |
| 流通市值（百万元） | 995        |
| 总股本（百万股）  | 333.00     |
| 流通股本（百万股） | 122.94     |
| 12个月最高/最低 | 12.47/4.60 |
| 十大流通股（%）  | 15.04%     |
| 股东户数      | 16,602     |

## 公司盈利预测

|            | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入（亿元） | 10.83 | 20.86 | 29.20 | 37.96 |
| 营业利润（亿元）   | 1.31  | 1.89  | 2.22  | 2.50  |
| 净利润（亿元）    | 1.15  | 1.61  | 1.88  | 2.13  |
| 每股收益（元）    | 0.35  | 0.48  | 0.57  | 0.64  |
| PE         | 31.09 | 22.21 | 18.98 | 16.81 |

## 合肥三洋股价表现



## 相关报告

合肥三洋 08 年年报点评 2009.2.27

## 独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



## 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 一、335 战略引领，08 年爆发式增长 .....    | 3  |
| 1.1 经营战略调整推动 08 年高增长 .....    | 3  |
| 1.2 产品线日益完善，收入构成趋向多元化 .....   | 4  |
| 二、高增长惯性延续，09 年收入翻番可期待 .....   | 5  |
| 2.1 洗衣机业务：城乡覆盖，内外兼修 .....     | 5  |
| 2.2 微波炉业务：营销变革，释放活力 .....     | 7  |
| 2.3 节能环保项目将在 2010 年贡献业绩 ..... | 8  |
| 2.4 全年整体业务毛利有望维持 36%水平 .....  | 9  |
| 三、竞争优势助力市场动能的释放 .....         | 10 |
| 3.1 稳定专业的经营团队 .....           | 10 |
| 3.2 领先的研发优势和良好的产品品质 .....     | 10 |
| 3.3 营销体制与渠道变革推动增长 .....       | 10 |
| 3.4 财务优势助力销售增长 .....          | 11 |
| 四、盈利预测与估值分析 .....             | 11 |
| 4.1 盈利预测 .....                | 11 |
| 4.2 给予谨慎推荐评级 .....            | 13 |
| 五、风险提示 .....                  | 14 |



## 一、335 战略引领，08 年爆发式增长

合肥荣事达三洋电器股份有限公司成立于 1994 年，是一家专业从事智能模糊控制洗衣机和微波炉生产及销售的企业。合肥三洋于 2004 年在上海证券交易所发行上市，目前公司第一大股东为合肥荣事达集团有限公司，持有公司 33.57% 的股权（该部分股份已公告将划拨予合肥国资公司，预计 09 年 5 月完成相关手续）。三洋电机株式会社、三洋电机（中国）有限公司、丰田通商株式会社、三洋商贸发展株式会社等机构共持有公司 32.5% 的股份。公司其他剩余 33.93% 股份为公众持股。

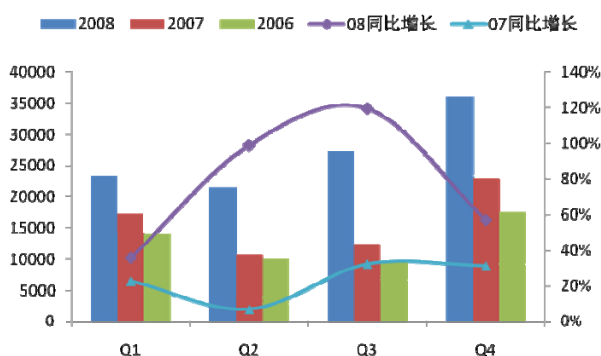
### 1.1 经营战略调整推动 08 年高增长

合肥三洋上市以来一直保持经营业绩的稳健增长：2004-2007 年间，公司营业收入从 3.48 亿元增长到 6.34 亿元，年均复合增长率为 22.1%；净利润由 3212.78 万元增长到 6798 万元，年均复合增长率为 28.4%。

洗衣机行业在经历了 2002-2006 年的平均 20% 以上的快速增长之后，近两年来行业增速逐步放缓，美的电器并购荣事达和小天鹅等事件，使得行业集中度快速提升。在行业增长放缓、集中度逐步提升以及消费升级加快等行业背景下，合肥三洋原有的技术立足、稳健发展的经营思路已经与行业和市场的发展不相适应。

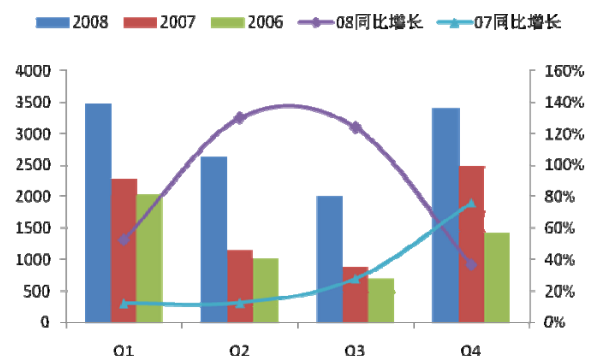
2007 年 10 月，原荣事达集团副总裁金友华出任集团法人代表，2008 年 1 月担任公司董事长。公司新领导团队审时度势，提出了 335 发展战略：从 2008 年开始，利用 3 年左右时间，实现销售收入翻三番，产值达到 50 亿元的战略目标。为此，合肥三洋开始将经营重点转向市场拓展，转变经营理念、改革销售体制、下沉渠道网络，从 2008 年 5 月开始，在滚筒等高端产品带动下，公司单月销售快速上升，三季度销售收入增长 120%，净利润增长 123.8%；2008 全年营业收入增长 70.6%，净利润增长 71.5%。

图 1 公司 08 年各季度营业收入增长情况



数据来源：WIND 资讯

图 2 公司 08 年各季度净利润增长情况

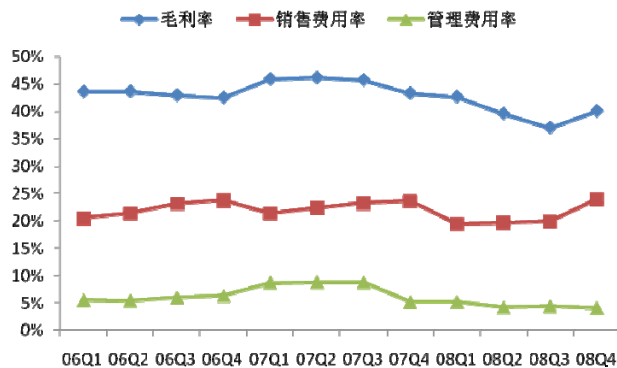


数据来源：WIND 资讯



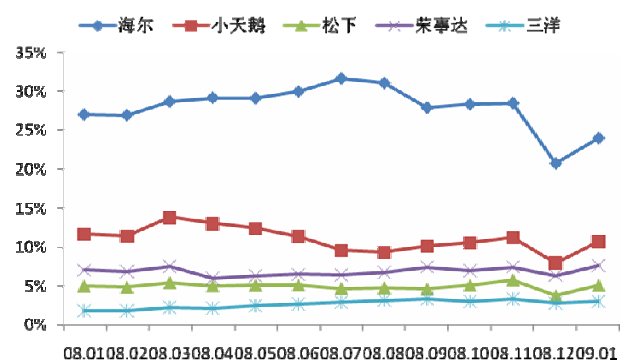
随着销售规模的快速增长,公司业务毛利并没有出现大幅下滑:一方面,合肥三洋凭借自身领先的技术研发优势,08年销售的产品中新品比重高达85%,进而稳定了整体业务毛利;另一方面,随着销量的上升,规模效应开始显现,采购成本和销售费用率、管理费用率明显下降。此外,三洋品牌市场份额明显提升,根据奥维咨询的统计数据,根据监测的一二级和三四级市场来看,三洋洗衣机市场份额已由08年初的1.8%,快速提升至12月份的3.2%

图3 近三年公司单季毛利与费用率变动情况



数据来源: WIND 资讯

图4 08年以来合肥三洋市场份额显著上升



数据来源: 奥维咨询

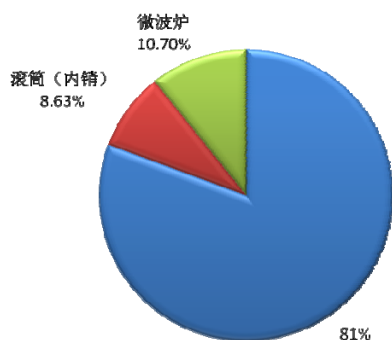
## 1.2 产品线日益完善, 收入构成趋向多元化

为了实现335战略制定的2008年销售目标,公司2008年进行了销售体制改革,截至2008年底,三洋洗衣机在一二线城市家电卖场的进店率达到了60%,三四级市场销售网点也从年初的2000家提高到5000家以上。伴随着销售网络的扩张和各级市场的拓展,合肥三洋产品线日益丰富,已经形成了从单价万元的高端滚筒产品到千元以下双桶洗衣机的全系列产品。

08年公司的收入结构中,波轮和滚筒洗衣机的收入占比依然维持在89%左右,但随着三洋品牌在家电卖场进店率的提升,滚筒产品销售占比快速提升,公司08年滚筒销售已从07年的1万台提高到4.8万台,收入占比由8.6%提高到17%。针对家电下乡的开展,公司重启双桶洗衣机业务,全年销售3.7万台,不过收入贡献不到2%。而微波炉业务08年实现收入6970万元,仅同比增长14%,由于增速低于洗衣机业务,因此微波炉在公司收入占比由07年10.7%下滑到08年的6.44%左右。此外,2008年合肥三洋与日本三洋达成了合作协议,承接了日本三洋在东南亚地区的洗衣机销售订单,全年出口洗衣机达3.2万台。

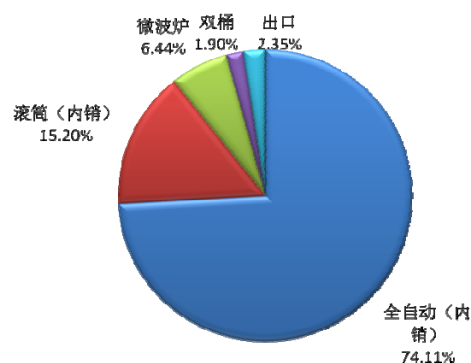


图 5 合肥三洋 2007 年业务收入构成



数据来源：公司年报

图 6 合肥三洋 2008 年业务收入构成



数据来源：公司年报 长城证券研究所

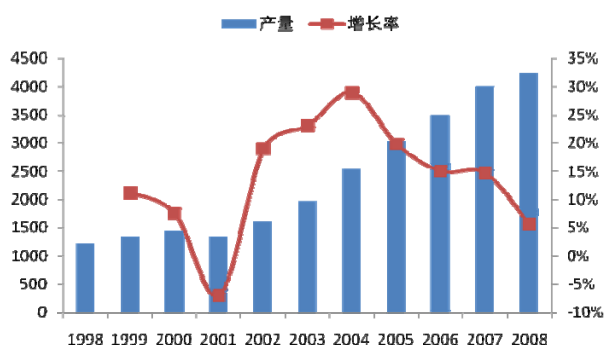
## 二、高增长惯性延续，09 年收入翻番可期待

合肥三洋 08 年销售的爆发增长源于销售体制改革与销售网点的大规模扩张，通过公司实地调研，我们认为销售效率提升以及渠道网点扩张带来的收入快速增长势头在 09 年仍可延续。分业务来看：洗衣机业务 09 年的增长将由单（店）点销售增长与销售网点覆盖率提升来实现；微波炉业务由于销售体制改革，09 年的表现很有可能复制洗衣机 08 年的爆发增长态势；变频电机、水处理设备等新业务有望在 09 年启动，将成为 2010 年公司增长的重要来源。

### 2.1 洗衣机业务：城乡覆盖，内外兼修

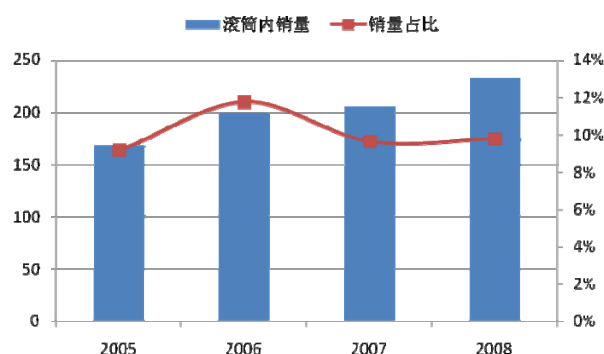
**洗衣机行业稳定增长，滚筒等高端产品需求占比提升。**洗衣机产品是较早进入城镇家庭的白电产品，早在 1999 年城镇每百户家庭洗衣机拥有量已经高达 90 台，2008 年百户城镇家庭洗衣机拥有量进一步提高到 96 台。而农村市场方面，由于收入水平偏低、配套水电设施相对落后，2008 年百户农村家庭洗衣机拥有量仅 46 台。2002 年以来，受益于城市化水平提升以及城乡居民收入水平的提高，洗衣机行业保持着 15%-20% 的稳定增长。2008 年，受到国际金融危机影响，国内宏观经济增速逐季放缓，消费需求同步下滑，白电产品特别是空调销售出现 -6% 的增长，冰箱销售增速也明显放缓，全年仅增长 1.1%，而洗衣机行业需求相对稳定，全年仍实现 6.8% 的销量增长。洗衣机行业的稳定增长与其产品的需求特性有较大的相关性，由于洗衣机缺乏有效的替代品，且需求不受天气等外部因素变化影响，市场需求有一定的刚性。从洗衣机行业市场需求前景来看，未来几年城市化水平提升带来的新购房带动的需求，城镇居民消费升级带动的更新换代需求，以及家电下乡带动的农村洗衣机消费需求将是推动洗衣机行业增长的三大动力。从消费特点来看，大容量、节能环保等全自动波轮和滚筒产品销售相对较好，2008 年洗衣机行业滚筒产品出货量占到了近 10%，销售额更是高达 30% 以上，未来几年随着城镇居民收入水平提高，滚筒等高端洗衣机在需求占比还将继续提升。

图 7 近 10 年来洗衣机产量保持稳定增长



数据来源：国家统计局

图 8 滚筒洗衣机销售占比稳步提升



数据来源：产业在线 长城证券研究所

**09 年洗衣机业务计划收入翻番。**2008 年公司年报提出，合肥三洋 2009 年的经营计划是：营业收入 20 亿元，净利润 1.8 亿元，实现“335”战略的第二阶段目标。通过我们的实地调研以及参加公司 2009 年度供应商大会了解的情况，公司管理层对 09 年经营目标的实现还是有充分信心的。实际上，从销售部门设定的各产品线销售计划要略高于公司管理层设定的目标。具体来看，滚筒洗衣机的销售收入占比要从 08 年的 17% 提高到 30% 左右，而微波炉及洗衣机出口业务的销售全年的销售很有可能超过管理层设定的目标。

表 1 合肥三洋 2009 年经营目标

|      | 2008 年   | 2009 年 | 同比增长   | 备注                 |
|------|----------|--------|--------|--------------------|
| 营业收入 | 10.83 亿元 | 20 亿元  | 84.67% | 保底 20 亿，目标 23-25 亿 |
| 净利润  | 1.159 亿元 | 1.8 亿元 | 55.31% | -                  |

数据来源：公司年报 长城证券研究所

表 2 合肥三洋 2009 年各产品线/业务销售计划

|       | 2008 年 | 2009 年 | 同比增长    | 备注              |
|-------|--------|--------|---------|-----------------|
| 全自动   | 72     | 120    | 66.67%  | -               |
| 滚筒    | 4.8    | 12     | 150.00% | 销售部门预计 10-12 万台 |
| 双桶    | 3.7    | 30     | 710.81% | -               |
| 微波炉   | 12     | 25     | 108.33% | 销售部门预计全年 30 万台  |
| 洗衣机出口 | 3.23   | 15     | 364.40% | 预计全年将出口 20 万台   |

数据来源：公司年报 长城证券研究所

**渠道覆盖率提升和促销力度增大是推动洗衣机销售增长的两大动力。**洗衣机业务 2009 年的增长仍将来自销售渠道网点的扩张，同时，公司对渠道服务支持力度的增强和联合促销力度的加大将继续推动 09 年洗衣机销售的快速增长。2008 年，合肥



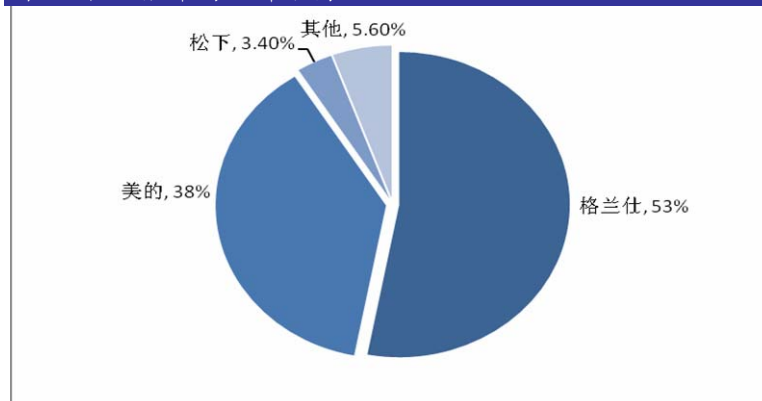
三洋对销售体制进行了改革,原有销售分公司从 25 家提高到 37 家,一二级市场国美、苏宁等家电连锁的进店率由 08 年初的 40%提升到年底的 60%,09 年计划在家电连锁的进店率提高到 85%以上;此外,针对一二级市场竞争激烈,消费者对三洋品牌认知度不高的问题,公司通过各地销售分公司加大了对终端销售的服务促销力度,从 09 年 1-2 月份的销售数据来看,在一二线城市卖场的销售增长 100%以上,促销效果良好。此外,公司在三四级市场重点发展各地经销商队伍,利用公司财务勇士,加大对经销商的销售返利激励,有效壮大了各地三四级经销商的规模,激发了经销商的销售积极性。公司预计,2009 年一二级城市的家电连锁销售仍有望保持 100%的增长,三四级市场由于新增网点更多,全年的收入增速可能更快一些,我们预计三四级市场的收入增长 120%左右。

**出口业务将是公司 09 年洗衣机业务收入新的增长点。**08 年合肥三洋开始承接日本三洋在东南亚地区的部分销售渠道,年内对外出口洗衣机 3.2 万台,从而开启了公司出口业务。2009 年,合肥三洋将继续加大出口业务的拓展力度,09 年的出口增长将来自三个方面:一是,原有东南亚地区的出口将保持适度增长,全年预计 4-5 万台出口量。由于公司承接日本三洋的订单生产,出口的产品通过对方在东南亚的渠道体系销售,因此合肥三洋对渠道无任何掌控力,但由于日本三洋自身业务的调整,东南沿市场的洗衣机订单将逐渐转到合肥三洋。二是,承接日本三洋在本土的部分洗衣机业务,主要是 4-6 公斤容量的波轮产品,目前相关产品品种、机型认证已经完成,预计 09 年返销日本市场的规模在 5 万台左右。三是, OEM 业务,主要是与惠而浦、伊莱克斯签订的代工生产协议,09 年预计有 10 万台的代工生产订单。不过公司出口业务整体毛利较低,对公司营业收入有一定的贡献,但 09 年对公司整体经营利润的贡献将十分有限。

## 2.2 微波炉业务: 营销变革, 释放活力

**渠道合并, 销售积极性不高。**微波炉是合肥三洋除洗衣机外另一项业务,2008 年收入为 6970.4 万元,占公司营业收入不到 7%的比重。销售方面,微波炉业务一直与洗衣机共享相同的渠道资源,由于微波炉市场处于寡头竞争格局,格兰仕、美的两家市场份额超过 90%,再加上微波炉产品单价较低,销售业绩短期难以明显提升,因此合肥三洋各地区的销售分公司和一线业务员对微波炉业务都没有多大的销售积极性。

图 9 微波炉市场品牌结构





数据来源：中怡康 长城证券研究所

**改革销售体制，释放市场活力。**2009 年公司已经对原有的微波炉与洗衣机公用的销售体制进行了调整，成立专门的微波炉事业部，专事负责微波炉的销售业务。在销售体制上，公司借鉴了行业通行的代理商制度，通过微波炉事业部直接开发各地代理商，并通过各地代理商发展其所在区域的经销商，从而实现销售网点的快速扩张。另一方面，微波炉业务目前仍有 35% 的毛利，公司在销售政策上将充分借鉴 2008 年洗衣机业务成功的营销做法，加大对代理商的销售服务支持，同时在经销商的销售返点上仍有发挥空间，公司计划 2009 年微波炉销售 25 万台，比 08 年增长 150%，而微波炉事业部评估全年的销量将达到 30 万台以上。与行业龙头格兰仕、美的相比，三洋微波炉的市场份额几乎可以忽略不计，但正是由于三洋微波炉的市场基数小，随着销售体制的改革和现有的财务优势，我们认为公司微波炉业务 2009 年实现销售 30 万台的目标仍有可能实现。

### 2.3 节能环保项目将在 2010 年贡献业绩

自 08 年三季度以来，合肥三洋公司高管多次赴日本三洋总部，协商探讨与日本三洋开展变频电机和水处理设备等领域的业务合作。根据目前双方的谈判进展，公司方面预计水处理设备领域的合作可能在 09 年 2 季度就可以逐步开展，而变频电机业务的合作则在 09 年四季度左右开始步入实质性操作阶段。我们预计，上述两项新业务将在 2010 年逐步为公司贡献收入和利润。

**切入变频电机领域，意在完善产业链，拓展公司新的增长点。**公司现有年产 10 万台左右的变频电机生产能力，主要配套自身高端波轮和滚筒洗衣机。08 年以来，公司与日本三洋探讨开展变频电机生产合作事宜，目前双方谈判处于讨论合作方式和持股比例等细节问题阶段。另外，公司一直希望日本三洋将其在苏州的电机公司受让给自己，从而完善自身的洗衣机产业链。据了解，三洋苏州变频电机公司产能规模在 30 万台左右，不仅从事洗衣机变频电机业务，同时也涉足空调等其他应用领域的变频电机的研发和生产，该公司的研发实力和产品品质在业内均处于领先水平。合肥三洋若与日本三洋达成变频电机合作协议，公司受让三洋苏州电机公司也就指日可待，届时不仅公司变频电机产能可达 40-50 万台，同时电机等核心部件配套能力的提升也将为合肥三洋带来成本和规模方面的竞争优势，公司营业收入也将受益增长。

**家庭水处理设备有望 2 季度投资生产。**除了变频电机合作之外，合肥三洋与日本三洋还在商讨合作进入水处理行业，双方的合作分三个层面：一是，合作生产家庭用的净化设备。日本三洋有成熟的技术，合肥三洋则拥有制造、市场、区位优势，该项合作最有可能率先开展，公司方面预计 5-6 月份步入实施阶段。二是，合作开发浴场、游泳馆等工程类水处理市场。由于这一目标市场更多与工程项目挂钩，需要相应的客户和市场开发储备，目前双方合作还处于前期探讨阶段。三是，针对华北地区、黄河流域农村和中小城镇的饮用水净化处理设备市场。目前，日本三洋正与国内清华大学等机构进行技术研发，未来随着技术的成熟和市场开发的推进，合肥三洋将与日本三洋携手共同开拓农村饮用水净化设备市场。



## 2.4 全年整体业务毛利有望维持 36%水平

**08 年公司实际毛利 36%左右。**随着销售规模的扩大,公司 08 年 40.11%的综合毛利水平较 07 年下降了 3.27 个百分点。根据我们与公司的了解,公司 08 年的毛利略有高估,因为在实际销售过程中,各地销售分公司给代理商的产品价格往往较总部规定的出厂价有一定的折价,而分公司按照惯例把这部分折让差价计入销售费用,因而造成了毛利部分虚高。如果按照折让价格确认收入,公司 08 年的实际毛利水平在 36%左右。

**09 年公司毛利仍将与 08 年持平。**由于当前宏观经济环境并没出现明显反转,终端消费需求低迷局面仍将持续,而洗衣机厂商的整体库存较高,09 年洗衣机价格战恐难以避免;另一方面,随着家电下乡的持续推广以及公司三四级市场中低端洗衣机销售规模的增大,公司整体毛利水平面临较大下滑压力。公司表示随着销售规模的扩大,毛利下滑是正常的趋势。不过,09 年公司仍有信心维持 36%左右的毛利水平,这主要通过以下方式实现:一是,原材料价格回落,采购的树脂、冷轧钢板以及零配件价格均有明显下降;二是,随着制造规模的扩大,单位产品的采购、运营和制造成本也会出现下降,规模效应日益明显;三是,08 年公司洗衣机收入结构中,85%的销售贡献来自新品,09 年公司将继续推出新品,计划推出 10 款波轮新品、11 款斜式滚筒,从而保证公司产品在一二级市场继续维持较高的销售毛利。

**敏感性分析结果显示 36%毛利有可能实现。**我们根据公司 08 年洗衣机业务的毛利状况,结合 09 年公司一二级城市和三四级市场的贡献收入占比变化,对公司洗衣机业务毛利敏感性进行了分析。为简单起见,我们假设 08 年一二级市场洗衣机毛利 45% (参照公司往年毛利水平 43% - 44%,考虑到规模效应提升,高端产品毛利假设为 45%),该部分收入占公司全年收入 58%(包括区域连锁部分),三四级市场收入为 42%,则按照 08 年洗衣机综合毛利 40.78%的水平,三四级市场洗衣机销售毛利应为 35%。我们的敏感性分析结果显示:三四级市场占公司收入比重提高到 57% (接近公司预计 60%) 的水平,只要三四级市场销售的洗衣机毛利不低于 29%,则公司整体的洗衣机毛利就能维持在 36%左右的水平。

表 3 三四级市场收入占比与毛利变动对公司洗衣机业务毛利的影响

|                                 |     | 三四级市场销售收入占比 |        |        |        |        |        |        |
|---------------------------------|-----|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                 |     | 42.00%      | 47.00% | 52.00% | 57.00% | 62.00% | 67.00% | 72.00% |
| 三<br>四<br>级<br>市<br>场<br>毛<br>利 | 35% | 40.80%      | 40.30% | 39.80% | 39.30% | 38.80% | 38.30% | 37.80% |
|                                 | 33% | 39.96%      | 39.36% | 38.76% | 38.16% | 37.56% | 36.96% | 36.36% |
|                                 | 31% | 39.12%      | 38.42% | 37.72% | 37.02% | 36.32% | 35.62% | 34.92% |
|                                 | 29% | 38.28%      | 37.48% | 36.68% | 35.88% | 35.08% | 34.28% | 33.48% |
|                                 | 27% | 37.44%      | 36.54% | 35.64% | 34.74% | 33.84% | 32.94% | 32.04% |
|                                 | 25% | 36.60%      | 35.60% | 34.60% | 33.60% | 32.60% | 31.60% | 30.60% |
|                                 | 23% | 35.76%      | 34.66% | 33.56% | 32.46% | 31.36% | 30.26% | 29.16% |

数据来源: 长城证券研究所



## 三、竞争优势推动市场动能的释放

### 3.1 稳定专业的经营团队

公司目前的管理层具有丰富的洗衣机行业经验，绝大部分高管均在公司任职 5 年以上。公司董事长虽然任职时间仅 1 年多，但其在大股东荣事达集团担任副总长达 7 年，对家电行业及合肥三洋的经营情况十分熟稔。作为合资企业，两大股东荣事达集团和三洋电机合作时间近 15 年，无论是股东层面还是公司中日两方的高管之间均已渡过磨合期，彼此合作与配合良好。2008 年合肥三洋提出“335”发展战略，制定了跨越式增长目标，这一战略不仅符合中日双方股东利益，也符合公司高管和中层的个人利益和长远发展。专业、稳定的管理团队成为推动合肥三洋规模和市场快速扩张提供了重要保障。

### 3.2 领先的研发优势和良好的产品品质

公司十分重视研发投入，每年将净利润的 5%-10%用于新技术研发和新产品的开发。在洗衣机技术方面，合肥三洋开发的超声波洗衣机、臭氧空气洗衣机、电解水洗衣机、变频滚筒等多项的新产品领行业技术风气之先，而且背靠日本三洋，在洗衣机技术领域处于领先地位。除了先进的技术之外，合肥三洋秉承了日资企业严苛原材料采购和严格的制造质量控制体系，保障了公司洗衣机产品良好的质量和品质。正是由于三洋洗衣机拥有与其他外资品牌不相上下的产品品质，同时在产品定价上明显低于西门子、惠而浦、松下等外资洗衣机品牌，因而凭借自身的高性价比获得消费者的认同。

### 3.3 营销体制与渠道变革推动增长

从以往专注一二级市场家电连锁的自然式销售增长，到以网点扩张和服务支持为重点，覆盖城镇和农村，面向国内和国际两大市场的销售理念的突破，成就了 2008 年合肥三洋高速成长。公司营销体制和销售渠道变革，主要从三个层面来实现：1) 根据不同业务和目标市场，设立微波炉、出口业务、连锁大客户等不同的事业部，改变了过去由销售部统一负责对外销售的做法，进一步明确了销售目标，强化了任务考核，提高了经营效率。2) 扩大销售分公司规模，增强一线销售人员的激励和目标考核。公司改变了以行政区划为界限设立销售分公司的做法，根据各地市场大小和合作渠道的多少灵活设立销售分公司。同时，在对完成销售任务的一线销售人员提高激励力度的同时，也加大了对销售分公司年度回款额、产品销售结构、费用指标的考核力度。3) 利用自身财务优势，加大对家电连锁、代理商、经销商的销售服务支持力度，以活动策划、联合促销、承担部分营销费用、提高销售返利等措施推进渠道对三洋洗衣机的销售力度。



### 3.4 财务优势助力销售增长

A 股市场专业从事洗衣机业务的企业只有合肥三洋和小天鹅两家。从财务对比来看，合肥三洋无论是业务毛利、净资产收益率都要显著高于小天鹅。合肥三洋 40% 以上的高毛利，一方面缘于公司销售规模较小、产品定位相对高端，以及具备一定的品牌溢价等因素；另一方面，与公司前几年稳健发展，设备折旧计提充分，主营业务成本相对较低有关。另外，2008 年公司加权净资产收益率高达 18.97%，而公司的权益乘数不及小天鹅，说明合肥三洋并不是因为高资本杠杆获得高 ROE。实际上，公司的净资产收益率较高，还是缘于高毛利、高销售净利率，也就是主营业务自身的盈利能力较好有关。

凭借公司良好的财务状况和高盈利能力，合肥三洋通过对销售网点提供销售服务、提高销售返利等措施，快速提升了公司产品在一二线城市家电卖场的进店率；同时，在三四级网点扩张方面，也正是凭借自身的财务优势，加大对代理商和经销商的销售激励，促进了公司产品在三四级市场的快速扩张。

图 10 合肥三洋与小天鹅盈利指标对比

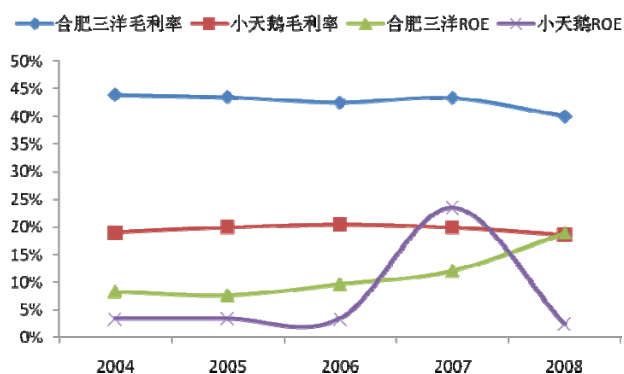
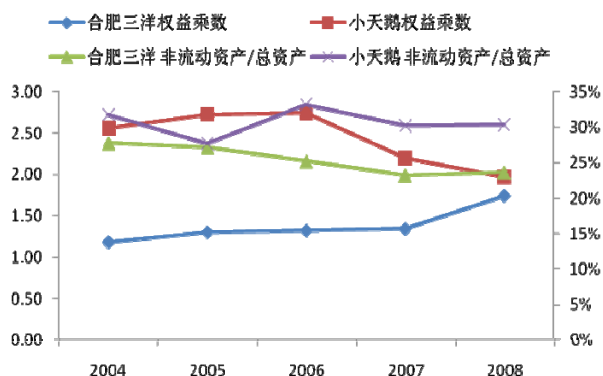


图 11 合肥三洋与小天鹅资产结构对比



数据来源：Wind 资讯 注：小天鹅 2007 年 ROE 较高源于当年有大额投资收益

## 四、盈利预测与估值分析

### 4.1 盈利预测

根据公司 2007 和 2008 年的各项业务的产量和收入情况，结合公司 2009 年的经营计划目标以及调研了解的情况，按照谨慎原则，我们对合肥三洋 2009 - 2010 年的收入进行了预测。主要假设条件如下：

- 1) 全自动洗衣机销量分别增长 60%和 40%，滚筒洗衣机销量增长 150%和 60%，双桶洗衣机销量增长 700%（08 年双桶业务从 11 月份才贡献收入，基数较低）和 50%，洗衣机出口销量增长 350%和 50%，微波炉销量增长 105%和 50%；



- 2) 暂不考虑变频电机、水处理设备等新业务的收入贡献;
- 3) 全自动洗衣机单价每年下降 4%, 滚筒洗衣机 2008 年销售单价已经大幅下降, 故预测未来两年单价每年下降 5%, 微波炉销售单价每年下降 5%, 出口业务考虑到返销日本的全自动产品比重增加, 维持 08 年的销售单价;
- 4) 考虑到 2009 年公司将继续加大新品推出力度, 此外原材料成本的下降和销售规模的提升也将降低公司单位营业成本, 因此我们假设合肥三洋 2009 和 2010 年的整体业务毛利分别为 36%、34.5%;
- 5) 随着公司销售收入的快速增加, 销售费用率和管理费用率分别降至 23%和 4%;
- 6) 公司未来两年的资本支出/上年营业收入为 7%;
- 7) 由于获得高新技术企业资格认证, 公司未来两年的所得税税率 15%。

表 4 合肥三洋 2009-2010 年各项收入预测表

|             |       | 2007A    | 2008A    | 2009E     | 2010E     |
|-------------|-------|----------|----------|-----------|-----------|
| 销量<br>(万台)  | 全自动   | 445,645  | 720,042  | 1,152,067 | 1,612,894 |
|             | 增长率   |          | 61.57%   | 60%       | 40%       |
|             | 滚筒    | 10,641   | 48,036   | 120,090   | 192,144   |
|             | 增长率   |          | 351.42%  | 150%      | 60%       |
|             | 双桶    | 0        | 37,266   | 298,128   | 447,192   |
|             | 增长率   |          | /        | 700%      | 50%       |
|             | 洗衣机出口 | 0        | 32,373   | 145,679   | 218,518   |
|             | 增长率   |          | /        | 350%      | 50%       |
|             | 微波炉   | 105,335  | 120,707  | 247,449   | 371,174   |
|             | 增长率   |          | 14.59%   | 105%      | 50%       |
| 单价<br>(元/台) | 全自动   | 1,146.61 | 1,092.85 | 1,049.14  | 1,007.17  |
|             | 单价变动  |          | -4.69%   | -4.00%    | -4.00%    |
|             | 滚筒    | 5,149.33 | 3,585.10 | 3,405.84  | 3,235.55  |
|             | 单价变动  |          | -30.38%  | -5.00%    | -5.00%    |
|             | 双桶    | 0.00     | 764.00   | 725.80    | 689.51    |
|             | 单价变动  |          |          | -5.00%    | -5.00%    |
|             | 洗衣机出口 | 0.00     | 785.73   | 785.73    | 785.73    |
|             | 单价变动  |          |          | 0.00%     | 0.00%     |
|             | 微波炉   | 644.86   | 577.47   | 548.59    | 521.16    |
|             | 单价变动  |          | -10.45%  | -5.00%    | -5.00%    |
| 收入<br>(万元)  | 全自动   | 51,098   | 78,690   | 120,868   | 162,446   |
|             | 滚筒    | 5,479    | 17,221   | 40,901    | 62,169    |
|             | 双桶    | 0        | 2,847    | 21,638    | 30,834    |
|             | 洗衣机出口 | 0        | 2,544    | 11,446    | 17,170    |
|             | 微波炉   | 6,793    | 6,970    | 13,575    | 19,344    |
| 收入合计        |       | 63,370   | 108,273  | 208,428   | 291,964   |

数据来源: 长城证券研究所

表 5 合肥三洋 2009-2011 年利润表预测

单位: 万元

| 利润表(万元) | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 108273 | 208596 | 291964 | 379553 |
| 营业成本    | 64849  | 133394 | 191236 | 256198 |
| 利息收入    | 0      | 168    | 255    | 330    |
| 利息支出    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 销售费用    | 25924  | 47938  | 67152  | 83502  |
| 管理费用    | 4410   | 8337   | 11679  | 15182  |
| 投资净收益   | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润    | 13120  | 18927  | 22153  | 25001  |
| 营业外收支   | 329    | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额    | 13449  | 18927  | 22153  | 25001  |
| 所得税     | 1957   | 2839   | 3323   | 3750   |
| 少数股东损益  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 净利润     | 11493  | 16088  | 18830  | 21251  |

数据来源: 长城证券研究所

## 4.2 给予谨慎推荐评级

根据上述盈利预测, 我们测算得出合肥三洋 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.48 和 0.56 元, 对应当前 09 年动态 PE 为 20.87 倍。目前公司的估值不仅高于白电行业龙头格力电器和美的电器, 也要高于从事洗衣机业务的小天鹅 A。不过, 我们考虑公司 09 年仍将保持快速增长, 一季报业绩高增长确定性高, 我们维持对合肥三洋“谨慎推荐”的投资评级。

表 6 A 股部分家电个股估值对比

| 证券代码   | 股票名称  | 股价     | EPS    |       |       | PE    |       |       | PB   |
|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|        |       |        | 2008   | 2009  | 2010  | 2008  | 2009  | 2010  |      |
| 000651 | 格力电器  | 21.84  | 1.55   | 1.85  | 2.09  | 14.09 | 11.81 | 10.45 | 3.82 |
| 000527 | 美的电器  | 9.600  | 0.546  | 0.787 | 0.971 | 17.58 | 12.20 | 9.89  | 2.02 |
| 600690 | 青岛海尔  | 9.190  | 0.74   | 0.83  | 1.1   | 12.42 | 11.07 | 8.35  | 6.15 |
| 000418 | 小天鹅 A | 5.930  | 0.0731 | 0.263 | 0.334 | 81.12 | 22.55 | 17.75 | 1.81 |
| 002242 | 九阳股份  | 48.890 | 2.17   | 2.79  | 3.35  | 22.53 | 17.52 | 14.59 | 6.15 |
| 002032 | 苏泊尔   | 11.200 | 0.53   | 0.67  | 0.87  | 21.13 | 16.72 | 12.87 | 3.20 |
| 均值     |       |        |        |       |       | 28.15 | 15.31 | 12.32 | 3.86 |

数据来源: Wind 资讯 长城证券研究所



## 五、风险提示

公司面临的主要风险因素包括:

- 1) 三四级市场销售增长的同时, 中低端产品销售占比提高, 公司整体业务毛利可能出现较大幅度下降;
- 2) 返销日本和 OEM 代工业务的规模和毛利水平存在不确定性, 东南亚出口市场依靠三洋销售体系, 由于全球经济危机可能导致出口需求下滑;
- 3) 微波炉、双桶等业务的市场拓展面临不确定性。

附：合肥三洋未来三年盈利预测

| 利润表(万元)   | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 主要财务指标     | 2008A | 2009E  | 2010E | 2011E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入      | 108273 | 208596 | 291964 | 379553 | 成长性        |       |        |       |       |
| 营业成本      | 64849  | 133394 | 191236 | 256198 | 营业收入增长     | 70.6% | 92.5%  | 40.1% | 30.0% |
| 利息收入      | 0      | 168    | 255    | 330    | 营业成本增长     | 80.5% | 105.7% | 43.4% | 34.0% |
| 利息支出      | 0      | 0      | 0      | 0      | 营业利润增长     | 76.1% | 44.3%  | 17.0% | 12.9% |
| 销售费用      | 25924  | 47938  | 67152  | 83502  | 利润总额增长     | 72.0% | 40.7%  | 17.0% | 12.9% |
| 管理费用      | 4410   | 8337   | 11679  | 15182  | 净利润增长      | 69.1% | 40.0%  | 17.0% | 12.9% |
| 投资净收益     | 1      | 0      | 0      | 0      | 盈利能力       |       |        |       |       |
| 营业利润      | 13120  | 18927  | 22153  | 25001  | 毛利率        | 40.1% | 36.1%  | 34.5% | 32.5% |
| 营业外收支     | 329    | 0      | 0      | 0      | 销售净利率      | 10.6% | 7.7%   | 6.4%  | 5.6%  |
| 利润总额      | 13449  | 18927  | 22153  | 25001  | ROE        | 17.7% | 19.9%  | 18.9% | 17.6% |
| 所得税       | 1957   | 2839   | 3323   | 3750   | ROIC       | 21.5% | 26.4%  | 21.7% | 19.8% |
| 少数股东损益    | 0      | 0      | 0      | 0      | 营运效率       |       |        |       |       |
| 净利润       | 11493  | 16088  | 18830  | 21251  | 销售费用/营业收入  | 23.9% | 23.0%  | 23.0% | 22.0% |
| 资产负债表(万元) |        |        |        |        | 管理费用/营业收入  | 4.1%  | 4.0%   | 4.0%  | 4.0%  |
| 货币资金      | 19340  | 32165  | 46124  | 54936  | 投资收益/营业利润  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  |
| 应收票据      | 26066  | 41686  | 61312  | 56933  | 所得税/利润总额   | 14.5% | 15.0%  | 15.0% | 15.0% |
| 应收账款      | 7084   | 14173  | 19854  | 23912  | 应收帐款周转率    | 3.20  | 4.05   | 4.94  | 7.69  |
| 存货        | 31786  | 50690  | 57371  | 76860  | 存货周转率      | 1.57  | 2.47   | 2.85  | 3.11  |
| 流动资产合计    | 86032  | 141923 | 189201 | 218618 | 流动资产周转率    | 0.95  | 1.26   | 1.43  | 1.63  |
| 固定资产      | 23002  | 27902  | 38704  | 53603  | 总资产周转率     | 0.76  | 1.04   | 1.16  | 1.27  |
| 资产总计      | 112669 | 172349 | 230253 | 274394 | 偿债能力       |       |        |       |       |
| 短期借款      | 0      | 0      | 0      | 0      | 资产负债率      | 42.4% | 53.0%  | 56.7% | 55.9% |
| 应付款项      | 29828  | 54692  | 82232  | 89669  | 流动比率       | 1.83  | 1.55   | 1.45  | 1.43  |
| 流动负债合计    | 46943  | 91375  | 130449 | 153339 | 速动比率       | 1.16  | 1.00   | 1.01  | 0.92  |
| 长期借款      | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股指标(元)    |       |        |       |       |
| 负债合计      | 47783  | 91375  | 130449 | 153339 | EPS        | 0.345 | 0.483  | 0.565 | 0.638 |
| 股本        | 33300  | 33300  | 33300  | 33300  | 每股净资产      | 1.95  | 2.43   | 3.00  | 3.64  |
| 留存收益      | 31586  | 47674  | 66504  | 87754  | 每股经营现金流    | 0.24  | 0.58   | 0.86  | 0.88  |
| 少数股东权益    | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股经营现金/EPS | 0.7   | 1.2    | 1.5   | 1.4   |
| 权益合计      | 64886  | 80974  | 99804  | 121054 | 估值         |       |        |       |       |
| 负债和股东权益总计 | 112669 | 172349 | 230253 | 274394 | PE         | 31.1  | 22.2   | 19.0  | 16.8  |
| 现金流量表(万元) |        |        |        |        | PEG        | 1.37  | 1.49   | 1.48  | -     |
| 经营活动现金流   | 8128   | 19468  | 28549  | 29250  | PB         | 5.5   | 4.4    | 3.6   | 3.0   |
| 其中营运资本减少  | -4023  | 1366   | 5756   | 2285   | EV/EBITDA  | 23.18 | 16.40  | 13.68 | 11.63 |
| 投资活动现金流   | -9348  | -6643  | -14590 | -20437 | EV/SALES   | 3.31  | 1.71   | 1.22  | 0.94  |
| 其中资本支出    | -10149 | -7579  | -14590 | -20437 | EV/IC      | 5.81  | 4.56   | 3.76  | 2.98  |
| 融资活动现金流   | -4329  | 0      | 0      | 0      | ROIC/WACC  | 1.75  | 2.15   | 1.77  | 1.61  |
| 净现金总变化    | -5547  | 12825  | 13959  | 8812   | REP        | 3.33  | 2.12   | 2.13  | 1.85  |

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源：长城证券研究所

## 研究员介绍及承诺

何奇峰：中国人民大学金融学硕士，二年证券从业经验，2006年12月加入长城证券，任电子/家电行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 评级标准

| 公司评级 | 评级   | 说明                             |
|------|------|--------------------------------|
|      | 推荐   | 预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；           |
|      | 谨慎推荐 | 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；      |
|      | 中性   | 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；     |
| 行业评级 | 回避   | 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；           |
|      | 推荐   | 预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；         |
|      | 谨慎推荐 | 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；     |
|      | 中性   | 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间； |
|      | 回避   | 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；          |

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。