

合肥三洋（600983） 家用电器

——解析 08 年董事会决议、勾勒 09 年发展宏图

投资评级 谨慎推荐 公司评级 A 收盘价 12.55 元

投资要点：

- **行业面临困境，公司逆市增长** 2008 年对于整个家电业来说，是严寒的冬天，外需受阻、内需疲软、主要家电产品产量与出口同比大幅下滑，是家电行业 2008 年面临的普遍现象。面对诸多不利的因素，公司 2008 年逆势增长，2008 年业绩创历史新高，营业收入与净利润同比增长 70% 左右。公司 09 年一季度营业收入同比增长 72%，净利润同比增长 54%，09 年一季度在 08 年一季度净利润同比增长 50% 高基数上，依然保持 50% 以上的高速增长。我们认为，公司 09 年增长依然可期。
- **二期工业园即将启动，产能得到大幅释放** 公司目前老厂区 60 万台产能，一期工业园 08 年 7 月份投产，目前具备年 20 万台滚筒、80 万台波轮式洗衣机的产能，二期工业园即将投产使用，全部达产后，公司的产能将达到 300 万台左右。产能扩大到原来的 5 倍左右，公司产能瓶颈将得到极大释放。
- **内销逆市快速增长，外销稳步增长** 内销方面，公司 2008 年加大一、二级市场的拓展力度，深耕三、四级市场，同时增加双筒洗衣机及伊莱克斯双向 OEM 业务，在 2008 年整个家电行业诸多不利因素的情况下，2008 年市场份额翻了一番。外销方面，公司 2008 年启动出口，从三季度出口东南亚开始，公司目前积极开拓筹备反销日本的出口业务，预计今年 10 月份有望启动销往日本项目。公司目前外销主要以订单的形式快速稳定增长。
- **估值及投资建议** 根据我们的预测模型，我们预计公司 09/10/11 年的 EPS 将达到 0.55/0.72/1.00 元，对应 09/10/11 年动态市盈率 23/17/13 倍，公司目前动态估值略高于行业平均水平，但鉴于公司目前处于快速发展的过程，给予谨慎推荐的评级。
- **风险提示** 公司快速扩张给企业经营带来的风险；股权划转；发展模式有待进一步检验。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1082.73	1914.6	2739.00	3834.6
营业收入增长率	71%	77%	43%	40%
净利润（百万元）	115	184	240	333
净利润增长率	69%	60%	30%	39%
EPS（元）	0.35	0.55	0.72	1.00
ROE	17.7%	23.8%	24.8%	26.6%
P/E	36.36	22.69	17.41	12.56
P/B	6.44	5.41	4.32	3.35
EV/EBITDA	27	17	12	9

2009 年 6 月 24 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	14.24/4.67
上证指数/深圳成指	2892.70/111
50 日均成交额(百万元)	45.92
市净率(倍)	6.44
股息率	1.43%

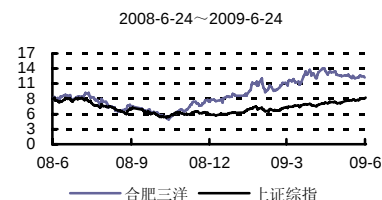
基础数据

流通股(百万股)	122.94
总股本(百万股)	333.00
流通市值(百万元)	1542.87
总市值(百万元)	4179.15
每股净资产(元)	1.95
净资产负债率	73.64%

股东信息

大股东名称	合肥荣事达集团有限责任公司
持股比例	33.57%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	邹翠利 杨培龙
电 话：	021-51097188-1922
电 邮：	
联系人：	朱厚中
电 话：	(86-21) 51097188-1853
电 邮：	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东新区南汇路 379 号金穗大厦 15F（200120）

目 录

第 1 部分 家电市场运行情况回顾	4
1.1 主要家电产品产量下滑	4
1.2 出口受到不同程度的冲击	4
第 2 部分 公司概况	5
2.1 公司基本概况	5
2.2 股东背景及“333”式股权结构	7
2.3 技术引进与商标使用	8
第 3 部分 经营情况	8
3.1 营业收入快速增长	8
3.2 持续加大销售力度	9
3.3 市场份额将不断提高	10
第 4 部分 投资亮点分析	10
4.1 新工业园的建成，彻底打破产能瓶颈	11
4.2 盈利能力行业第一	11
4.3 全自动市场份额快速扩大+出口启动+双筒快速增长+滚筒爆发式增长	12
4.4 积极寻找新的增长点	14
第 5 部分 公司财务分析与盈利预测	15
5.1 费用与成本分析	15
5.2 与盈利预测有关的假设	15
第 6 部分 估值与投资建议	16
6.1 估值	16
6.2 投资建议	17
6.3 风险提示	17

图表目录

图 1 2008 年主要家电产品的产量情况.....	4
图 2 2009 年 1—4 月主要家电产品产量情况	4
图 3 洗衣机出口量（万台）	5
图 4 洗衣机出口额（万美元）	5
图 5 公司控股关系图	6
图 6 公司“333”式股权结构图	7
图 7 三洋商标使用.....	8
图 8 公司自 2006 年以来营业收入情况（主营收入单位：百万元）	9
图 9 按销售额与销量统计市场占有率情况	10
图 10 产销量预测（剔除掉 OEM 双筒之后）	11
图 11 主要家电企业洗衣机毛利率	12
图 12 盈利能力比较.....	12
图 14 公司未来可能的发展方向.....	14
图 15 营业成本，三项费用营业收入百分比	15
表 1 2008 年主要家电产品出口情况	4
表 2 三洋产品一览表	6
表 3 月度零售市场畅销前十大洗衣机品牌	9
表 4 公司家电下乡中标产品	13
表 5 盈利预测有关假设	16
表 6 行业内上市公司盈利预测比较	17
表 7 利润表（百万元）	18
表 8 资产负债表（百万元）	18
表 9 现金流量表（百万元）	19
表 10 主要财务比率.....	19

第 1 部分 家电市场运行情况回顾

1.1 主要家电产品产量下滑

国家统计局数据显示，2008 年 1-12 月大家电行业累计产量三升三降，电冰箱、洗衣机和电热水器均有不同幅度的上升，增幅最高的是洗衣机，达到 11%；冷柜、空调器和微波炉均小幅下滑，空调器下滑幅度最大，下降 5%。其中，1-12 月家用电器行业累计产值为 6823 亿元，同比小幅增长 13.9%。2009 年 1—4 月份，主要产品只有空调和微波炉产量同比负增长，其余家电产品保持了正增长。

图 1 2008 年主要家电产品的产量情况

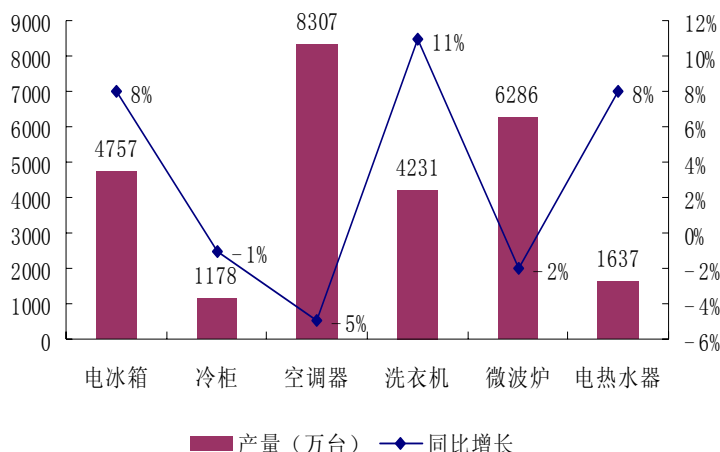
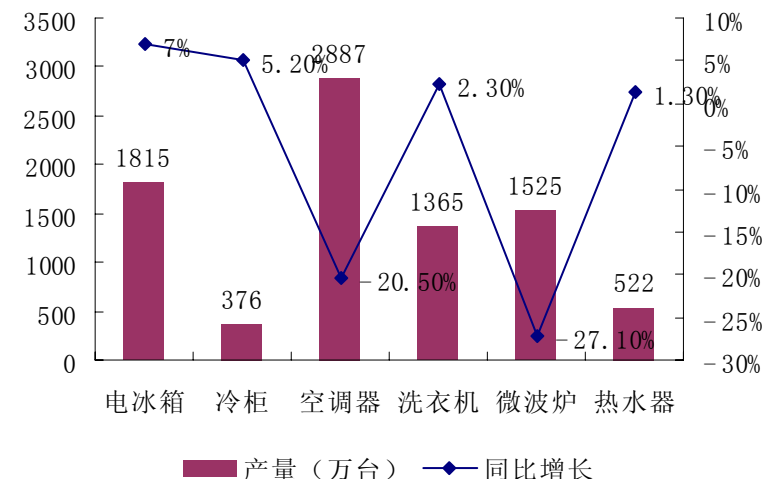


图 2 2009 年 1—4 月主要家电产品产量情况



资料来源：国家统计局 国元证券研究中心

从图 1 来看，洗衣机相对于其他家电产品来说，产量保持了 11% 的相对稳定的增长，08 年整个洗衣机市场受经济危机的影响较小，我们认为，洗衣机市场能保持相对稳定的主要原因是消费升级更新换代的需求，这种需求效应应该是阶段性、并具有短期可持续性的。图 2 显示，2009 年 1—4 月份，洗衣机的产量依然保持了小幅正增长，我们认为，2009 年洗衣市场受消费升级的驱动依然有望实现正增长。对于公司而言，虽然目前处于快速的发展期，远远高于行业平均发展水平，行业发展的状况跟公司发展的程度没有太大的相关性，但我们认为，行业的平稳快速发展是公司得以快速发展的保障。洗衣机市场的平稳发展，是公司“335”计划得以实施的重要前提。

1.2 出口受到不同程度的冲击

出口方面，各主要家电产品的出口都受到了不同程度的阻碍，出口量方面，空调和微波炉保持了负增长，洗衣机和冰箱依然保持了小幅的正增长，其中以洗衣机的增长幅度最大；出口额方面，基本上都保持了正增长，其中以洗衣机的增长幅度最大。总的来说，洗衣机的出口形势依然相对乐观。

表 1 2008 年主要家电产品出口情况

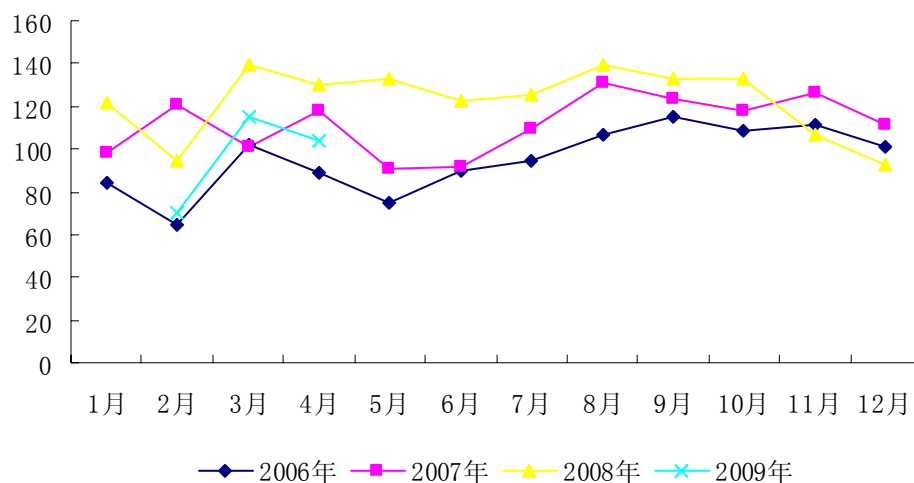
产品类别	出口量 (万台)	数量同比	出口额 (亿美元)	出口额同比增长
空调器	3192.7	-0.2%	63.38	17.8%
压缩式冰箱	1614.2	0.4%	22.91	6.9%
微波炉	4855.1	-5.7%	22.55	5.1%
洗衣机	1468.1	9.5%	19.00	21.5%

资料来源：海关总署 国元证券研究中心

从表 1 可以看出，虽然出口量同比增速大幅减小，甚至出现负增长的局面，但出口额都保持了正增长，说明出口产品结构在进一步优化。我们认为，出口的量的减小，出口额增大的现象是家电产品出口结构不断优化的特征。对于公司来说，公司目前的出口主要

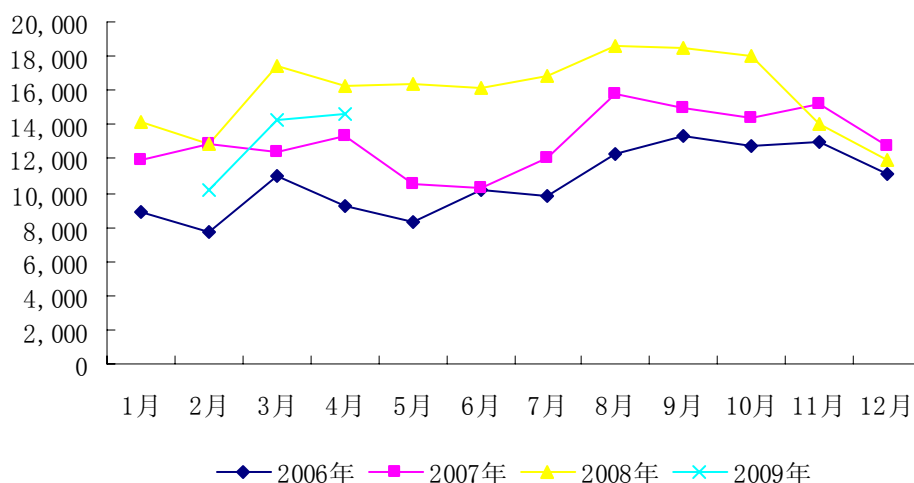
是自 2008 年三季度开始的出口东南亚的业务，主要以订单的形式进行生产。公司的出口业务目前是稳定增长的，并有可能成为公司未来利润新的一个增长点。

图 3 洗衣机出口量（万台）



资料来源：国家电网、国元证券研究中心

图 4 洗衣机出口额（万美元）



资料来源：国家电网、国元证券研究中心

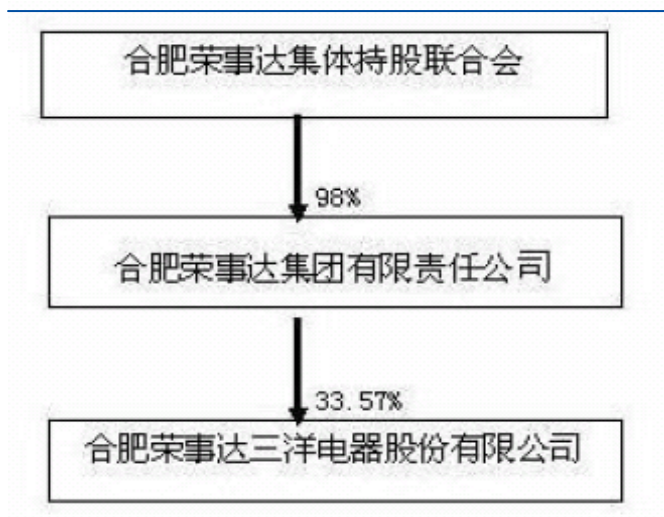
从洗衣机的出口数据来看，洗衣机的出口相对于其他家电产品来说，2008 年的表现较好，但四季度，与其他家电产品一样，出口额与出口量都出现了较大幅度的下滑。但整体上来看，洗衣机不论是从出口额还是出口量来看，都保持了较好的增长。从 2009 年前四个月来看，洗衣机出口量与出口额同比都出现了较大幅度的下滑。但我们认为，2009 年洗衣机市场受“家电下乡”、“以旧换新”政策的刺激，家电行业在 2009 年将是一个逐渐复苏的过程，2009 年洗衣机市场有望保持正增长。虽然洗衣机市场整体运行状况对公司影响较小，但洗衣机市场的稳定增长，是公司快速发展提供了重要的保证。

第 2 部分 公司概况

2.1 公司基本概况

公司系原合肥三洋荣事达电器有限公司整体变更的外商投资股份有限公司，三洋公司成立于 1994 年 3 月 16 日。系经合肥对外经济贸易委员会批准设立的中日合资企业。2000 年 3 月 30 日，经中华人民共和国对外经贸合作部批复同意，合肥三洋电器有限公司正式变为合肥三洋电器股份有限公司。

图 5 公司控股关系图



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

公司是以洗衣机和微波炉为主要生产业务的小型家电企业，其中洗衣机和微波炉分别各占主营业的 90%和 10%，同时，公司也是国内首家推出具有高技术含量的模糊控制全自动洗衣机、不锈钢内桶洗衣机和抗菌健康型洗衣机的企业。并在国内洗衣机制造技术上掀起了以模糊控制、不锈钢内桶和抗菌波轮为主导的技术革命，在行业内引起强烈反响。公司目前拥有滚筒式洗衣机 14 款，波轮式洗衣机 60 款，双筒式洗衣机 13 款，微波炉 37 款。受益于消费升级驱动，整个滚筒式洗衣机市场快速增长，08 年公司滚筒式洗衣机也实现了爆发式增长率，但公司目前滚筒式洗衣机生产结构占比仍低于行业的平均水平，未来还有进一步提升的空间，波轮式洗衣机占比最大，目前主要内销、外销、家电下乡以及 OEM。双筒式洗衣机主要为“家电下乡”而生产的，但公司目前并没有双筒洗衣机的生产线，所有的双筒洗衣机委托宁波 OEM。

表 2 三洋产品一览表

滚筒式洗衣机	
顶开盖系列	4 款
斜滚筒系列	10 款
波轮式洗衣机	
变频系列	2 款
电解水系列	5 款
超音波系列	13 款
魔术洗系列	27 款
智慧洗系列	13 款
双筒洗衣机	
双筒洗衣机系列	13 款
合计	87 款
微波炉	
数码平台系列	27 款
机械平台系列	10 款
合计	37 款

资料来源：国元证券研究中心

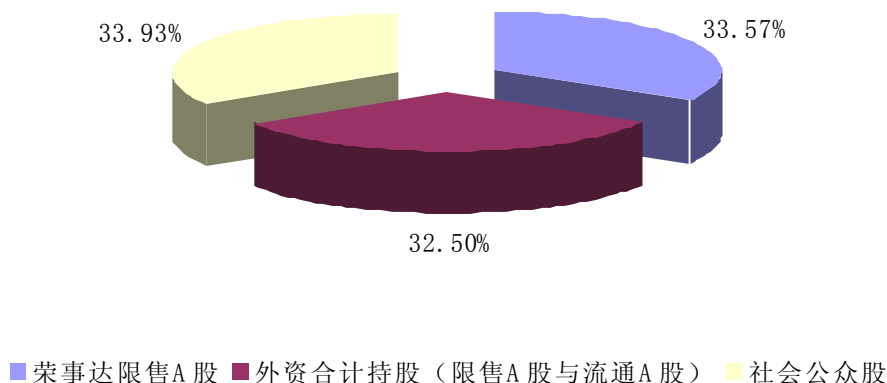
公司拥有较强的研发能力，领先技术产品，稳定而充沛的现金流。强大的股东背景与高水平的技术是公司生存发展的关键。独特的业务模式为公司以后的发展提供了发展

的契机和幻想，依靠荣事达集团的经济实力；依托日本三洋的技术实力，成为国内第一家上市的外资家电企业。与国内同行业中的其他公司相比，公司产品定位中高端，规模较小，发展速度比较缓慢。2008 年公司积极开拓一、二级市场，开拓三、四级市场引进了 OEM 双筒洗衣机，同时将一部分高端洗衣机低端化，使得公司 2008 年业绩取得了突破性进展。

2.2 股东背景及“333”式股权结构

从股东背景来看，公司作为中外合资的家电企业，依托两大股东荣事达集团公司和三洋电机的知名度，借助“三洋”与“SANYO”品牌优势和公司产品的技术优势，在业界小有影响。合肥荣事达集团与三洋电机株式会社采取合资兴办的方式，一方面，合肥三洋能引进国外先进的技术，在技术上签订商标使用合同与技术引进合同，使公司的产品达到业界技术领先，与国际同步的水平。另一方面，日本三洋电机株式会社将自己的在日本的生产基地转移到中国，实现生产基地的转移。

图 6 公司“333”式股权结构图



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

我们认为，公司的“333”股权结构非常稳定，即使大股东变更，但股权性质并未发生实质性的变化。前两大股东发生变化的主要原因

为了明晰荣事达集团产权关系，2008 年 12 月 1 日，合肥市国资委下发了《关于合肥荣事达集团产权界定及持股主体的批复》，将荣事达集团持股联合会持有的荣事达集团公司 97.98% 的股权界定为国有股权，并授权合肥市国有资产控股有限公司持有。2008 年 12 月 1 日，国资公司召开临时董事会，会议决定无偿划入荣事达集团所持合肥三洋 33.57% 股份（计 111,784,000 股），并就此与荣事达集团签署国有股权无偿划转协议。将荣事达的股权划归安徽省国资委之后，公司的股权性质依然没有发生变化，对公司的影响不大。

三洋电机为注册在日本国的股份有限公司，为世界 500 强企业之一，成立于 1950 年 4 月 8 日，法定代表人井植敏雅，经营范围：多媒体、半导体、电话；洗衣机微波炉、净水机、除湿机、电动自行车，冷冻冷藏设备、空调；工业用机器、电子部件；电池研究、生产、销售。除合肥三洋以外，公司目前中国直接投资的公司有 15 家之多，几乎涉及了公司经营范围类的所有业务。2008 年 12 月 17 日，松下收购三洋宣布完成，日本三洋电机 70% 的股权将由松下掌握，松下成为了日本三洋的第一大股东，但从目前的情况来看，公司并未收到日本方面的其他消息，合肥三洋目前积极扩大产能，发展不断壮大，未来很有可能成为三洋电机的全球洗衣机生产基地。松下收购日本三洋之后，正是在危难的时刻解救了三洋电机。也为公司未来的发展提供了一个更好的发展平台。同时，公司与三洋电机合作十多年以来的关系都非常顺利的，并且还在今年承接了三洋电机在东

南亚市场的代工业务，合作层次进一步深化。因此，从目前的关系来看，三洋电机没有在这个时候退出的必要。

2.3 技术引进与商标使用

2004 年 11 月与日本三洋电机株式会社签订了《技术引进合同》，根据协议规定，公司从三洋电机株式会社引入滚筒式洗涤烘干机技术，合同生效日内公司向三洋电机株式会社支付 1000 万日元的技术入门费。公司制造及组装、销售合同产品在生产开始的 5 年内按净出厂价的 2.5% 向三洋电机株式会社支付技术使用费，第六年后 2 年内按净出厂价的 0.8% 支付技术使用费。技术引进合同的补充合同同时又规定，有关洗衣机和微波炉产品，三洋电机在技术革新的情况下，公司能向三洋电机要求合同转让。这些合同保证了公司与三洋电机之间稳定的技术引进和转让合同。同时已做出在中国大陆境内不与公司进行同业竞争和损害股份公司利益的承诺，从而实际上杜绝了三洋电机将技术在中国大陆境内许诺给其他厂商使用的可能性。同时，公司与 1994 年就成立了技术中心，负责引进技术的消化、吸收和新技术产品的研制开发，并且已完全掌握了从三洋电机引进的现有洗衣机和微波炉产品的生产制造技术，同时也已具备了较强的自主研制开发新技术产品的能力。在制造技术方面，公司目前已获得三项专利技术，并已形成洗衣机和微波炉产品制造的系列非专利技术；产品均达到国际国内先进水平。同时加强与中国科技大学、中科院合肥智能研究所等科研院所的合作，以进一步增强公司新技术产品的开发能力，降低技术对三洋电机的依赖程度。

图 7 三洋商标使用



资料来源：国元证券研究中心

2003 年 2 月，公司与三洋电机株式会社签订了《商标使用许诺合同》，根据合同规定，三洋电机株式会社将其拥有的“三洋”和“SANYO”注册商标相当规模给予三洋公司，根据合同生效前签订的技术引进合同生产的全自动洗衣机和微波炉上非独占无偿使用，本合同生效后新签订的技术引进合同中许诺产品将按其净销售收入的 0.5% 向三洋电机株式会社支付商标使用费。使用期限十年，合同期满可延期。

公司多年来一直致力于高端产品的研发和生产，目前的生产的波轮式洗衣机和滚筒式洗衣机在整个行业内都处于中上等的地位，加上三洋商标的使用，使得公司的产品在消费者心目中树立了外资、高端的品牌形象。这也为公司的今年转变经营策略提供了很好的机会。从高往低走的策略是公司进军三四级市场的法宝。当然，这种经营策略有一定的可行性，但具体的实施的效果还有待进一步关注。

第 3 部分 经营情况

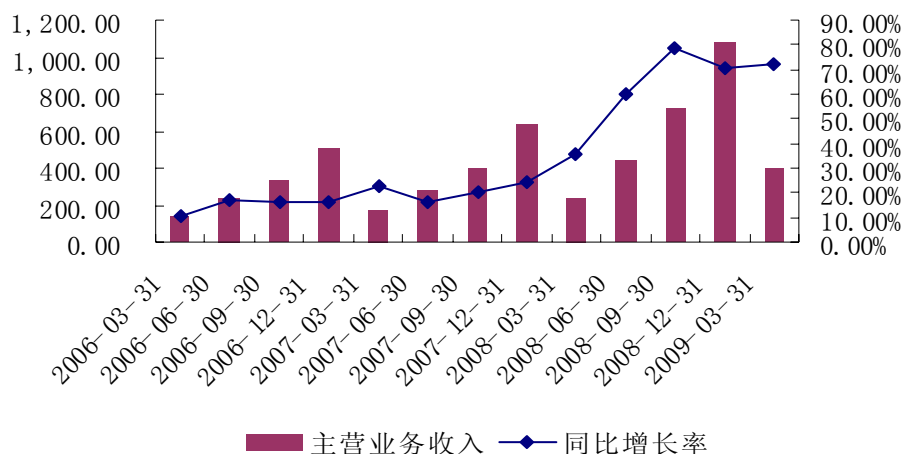
公司前 2008 年实现营业收入 10.82 亿元，同比增长 70.6%。归属上市公司股东净利润 1.15 亿元，同比增长 69.06%；基本每股收益达 0.35 元。公司 2008 年业绩创上市以来历史最高水平，2008 年是公司发展历程中关键的一年，也是公司发展的一个转折点。

3.1 营业收入快速增长

公司 08 年全年实现营业收入 10.83 亿元，同比增长 70.6%，公司 08 年营业收入同比大幅增长，创公司自上市以来营业收入同比增长幅度最大。公司 08 年实洗衣机销售 83.8 万台，相比 07 年的 45 万台，同比增长 86%。其中全自动洗衣机 72 万台，滚筒式洗衣

机 4.8 万台，双筒洗衣机 3.7 万台，出口台数 3.2 万台，整体完成年初计划 90%，其中全自动与滚筒式洗衣机基本完成年初计划，双筒与出口低于年初计划。公司 08 年营业收入快速增长，一方面来自于滚筒式洗衣机的快速增长，另一方面来自于三四级市场的快速增长，公司 08 年转变经营策略，积极拓展一、二级市场，深耕三、四级市场，取得了较好的成果。2009 年，公司一季度营业收入快速增长，同比增长 72%，净利润在 2008 年同比增长 50% 的高基数上，依然保持了 50% 的高速增长。

图 8 公司自 2006 年以来营业收入情况（主营收入单位：百万元）



资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

3.2 持续加大销售力度

目前公司的销售模式表现为，60% 的销售通过苏宁、国美等家电连锁进行，40% 的销售通过经销商和代理商地方性百货公司。公司通过苏宁、国美的销售比例的扩大，使得公司应收账款大幅增加；与经销商的采取现款现货、先款后货的方式，因此，公司未来计划将这种销售比例颠倒过来，深挖三四级市场，不断扩大三四级市场的比例。目前，公司的销售门店由原来的 2835 家增加到目前的 5868 家，

表 3 月度零售市场畅销前十大洗衣机品牌

2008 年 1 月	荣事达一款、小天鹅一款外其余均为海尔洗衣机
2008 年 2 月	同 1 月份
2008 年 3 月	荣事达 2 款、小天鹅一款，其余均为海尔洗衣机
2008 年 4 月	同 3 月份
2008 年 5 月	荣事达、小天鹅、三洋各一款，三洋第一次挤进前十
2008 年 6 月	荣事达、小天鹅各一款其余均为海尔
2008 年 7 月	荣事达、三洋各一款，其余均是海尔，三洋再次挤进前十
2008 年 8 月	三洋两款，其余均为海尔
2008 年 9 月	三洋两款，荣事达两款，惠而浦一款，其余均为海尔
2008 年 10 月	三洋两款、荣事达两款 其余均为海尔
2008 年 11 月	同 9 月
2008 年 12 月	同 10 月
2009 年 1 月	同 2008 年 10 月
2009 年 2 月	三洋一款、荣事达两款，小天鹅一款，其余均为海尔
2009 年 3 月	三洋两款、荣事达一款，其余均为海尔

资料来源：GFK 国元证券研究中心

从上表来看，公司自 2008 年 5 月份挤进零售市场前十大畅销机型之后，除 6 月份

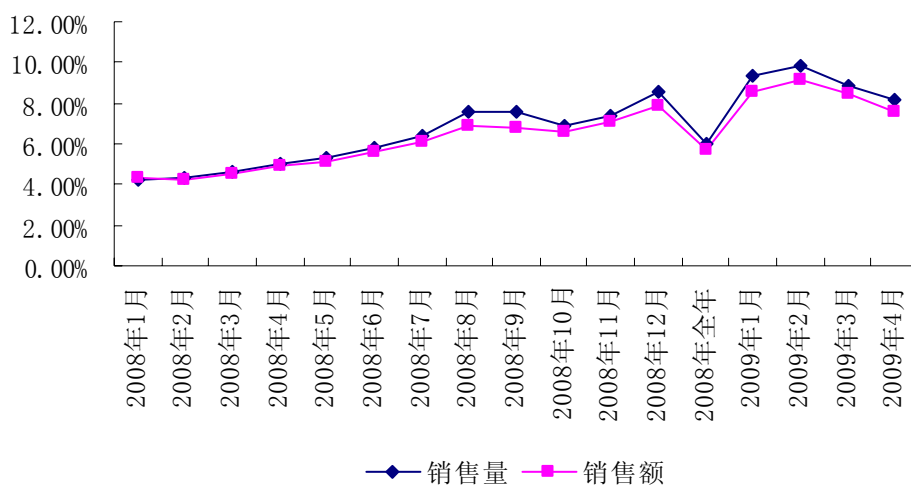
再度出局之外，进入八月份之后，零售市场前十大畅销机型公司稳占两款，超过了专注洗衣机的小天鹅，与一直位居前十的荣事达洗衣机相匹敌。成为外资品牌里唯一挤进销售前十的洗衣机品牌。在前十名当中，除了海尔之外均未有其他洗衣机品牌在前十名占比中超过三款，公司已经成为与除海尔之外的其他洗衣机生产企业相匹敌的洗衣机生产企业。

大股东订单转移拓展公司的销售渠道。公司第二大股东三洋电机从 2008 年开始已经将一部分海外销售订单向合肥三洋转移，公司 5 月份已经向东南亚成功出口洗衣机 1 万台，随着与东南亚各个市场谈判的深入，预计合肥三洋 2009 年承接三洋海外订单将达到 10-20 万台。同时 2009 年 3 月份司开始筹备产品反销日本的项目，由于销往日本的产品对产品标准有严格的要求，对产品的环保节能特性有严格的把关，公司目前正在积极培育一批符合标准的上游产业链，估计到今年 10 月份可以投产，销往日本，该项目的实施，将会成为带动整个洗衣机产业链的升级，对公司在洗衣机方面的技术革新起到深远的影响。我们认为，海外市场将是公司未来一个重要的销售渠道，也将成为公司未来新的利润增长点。

3.3 市场份额将不断提高

公司 08 年市场份额不断提升，从 2007 年的不到 3%，提高到 2008 年 6%，从销售额来看，整体销售实属不易，从下图可以看出从 5 月份开始，销售量占比开始大于销售额占比，主要是公司中低端产品的市场份额不断扩大，这是公司市场份额快速扩大的一个方面，另一方面公司原有市场份额较小，相对于美的、海尔这样的洗衣机龙头企业来说，公司市场份额的基数较低，未来的提高空间仍然很大。

图 9 按销售额与销量统计市场占有率情况



资料来源：国家信息中心，国元证券研究中心

公司市场份额的不断扩大，是公司 08 年营业收入大幅提升的主要原因，公司从 08 年下半年开始，市场份额一直位居 6% 以上的高位，并逐月大幅提升，但由于上半年市场份额仍然比较低，因此，公司整个 08 年的市场份额只有 5.5% 左右。从 2009 年一季度的情况来看，公司 09 年市场份额依然快速扩大。我们认为，09 年随着“家电下乡”、及销售渠道的不断扩大，公司市场份额有望在 08 年的基础上更上一层楼。

第4部分 投资亮点分析

我们认为，公司目前的投资亮点，主要有三点：第一、公司目前处于快速发展期，洗衣机产能快速扩张在过去一年、及当前和未来两年都实现超行业增长水平的增长。第二、相对于行业内的其他企业，公司具备较高的盈利能力；第三、未雨绸缪，寻找新的利润

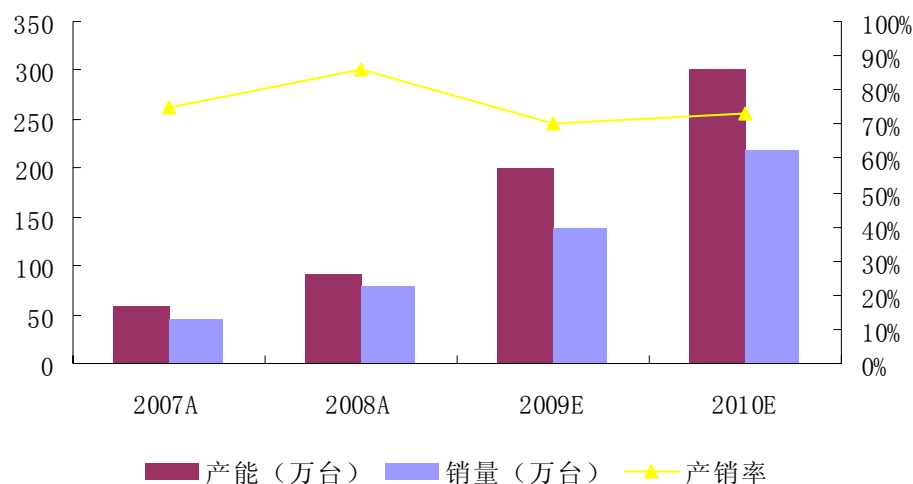
增长点。

4.1 新工业园的建成，彻底打破产能瓶颈

公司近期 08 年 8 月份正式公告了关于未来三年发展计划的“335”计划，即从 2008 年开始，利用 3 年时间，实现销售收入翻三番，产值从 2007 年底的 6.3 亿元人民币上升至 50 亿元人民币。公司的此项计划引起了中国家电行业的高度关注。该计划明确了公司以技术创新树立高端品牌、以战略转型酝酿全面提速的战略。“335 计划”的背后，是一向低调的合肥三洋适应产业和 market 发展趋势，走全面扩张和品牌国际化道路的转折；也是日本三洋面对国际竞争压力重新认识中国市场的一个进步。

面对“335”计划，公司从 07 年开始，建设新的工业园，一期工业园具备 80 万波轮式洗衣机，20 万台滚筒式洗衣机的产能，一期工业园于 2008 年 7 月份两条新的生产线投产使用，投产后，使公司 08 年的加权平均产能达到 100 万台左右。二期工业园即将投产使用，全部达产后，公司的产能将达到 300 万台左右。公司产能瓶颈将得到极大释放。

图 10 产销量预测（剔除掉 OEM 双筒之后）



资料来源：国元证券研究中心

随着新工业园的建成，将彻底打破公司的产能瓶颈。我们认为公司目前已经进入的关键时期，虽然还有很多问题有些需要解决，但是公司未来的发展更加可期。另外，该公司还将投入巨资来生产变频电机，未来将把变频电机产业作为新的利润增长点。

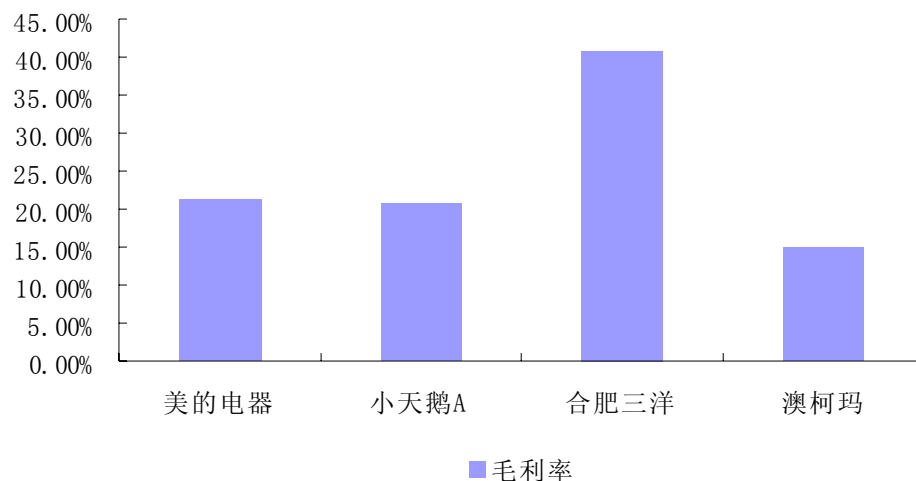
值得关注的是，高端滚筒洗衣机正在逐步成为合肥三洋冲击市场的撒手锏。从 08 年 9 月开始，合肥三洋计划把搭载变频技术的滚筒洗衣机逐步推向中国市场，未来合肥三洋的滚筒洗衣机将全部搭载变频技术，从而将成为市场上拥有最顶级配置的高端产品。合肥三洋计划用 2 年时间来掌握变频控制技术，并将与日本三洋保持紧密的技术合作，以不断提升企业核心竞争力，保持行业领先地位。合肥三洋从 08 年开始，公司已经逐步接手东南亚市场的洗衣机订单，其产品出口量呈现快速增长趋势。在战略规划中，日本三洋将全力支持合肥三洋的加速发展，并正在讨论把合肥三洋打造成日本三洋的洗衣机全球制造基地、出口基地、研发基地。

随着美的完成对小天鹅的收购，海信与惠而浦联手，洗衣机行业呈现出集群作战的竞争态势，在此之前没有及时完成产能布局的三洋洗衣机，只能在新的竞争格局中为各方资本所觊觎，此前其曾两度传出将被松下和海尔收购的原因，或正在于此。我们认为产能的迅速扩张将是公司目前最大的投资亮点。然而，产能扩张的同时销售能力的持续提高，也是值得我们后续更加关注的。

4.2 盈利能力行业第一

公司毛利率一直处于行业最高水平，达到 40% 左右，远远高于行业平均水平。一方面，因为公司一直走高端产品路线，产品毛利率相对较高；另一方面，公司规模较小，成本容易控制。08 年开始，公司积极开拓三四级市场，将高端产品低端化，使公司 08 年的毛利率较 07 年有所下降。08 年由于一部分未使用完的销售费用冲抵了成本，使公司 08 年的名义毛利率依然维持在 40% 左右的高水平，实际上公司 08 年的实际毛利率只有 36% 左右，比年报披露的要低一些。但 36% 的水平，依然在行业内处于较高的水平。近几年滚筒式洗衣机市场出现井喷式增长，公司 08 年滚筒式洗衣机出同比大幅增长，但与松下相比，公司滚筒式洗衣机的销售占比只有 17%，相对较低。随着一二期工业园的逐步达产，滚筒式洗衣机的比重逐步扩大，公司毛利率下滑的程度有望得到一定的抑制。

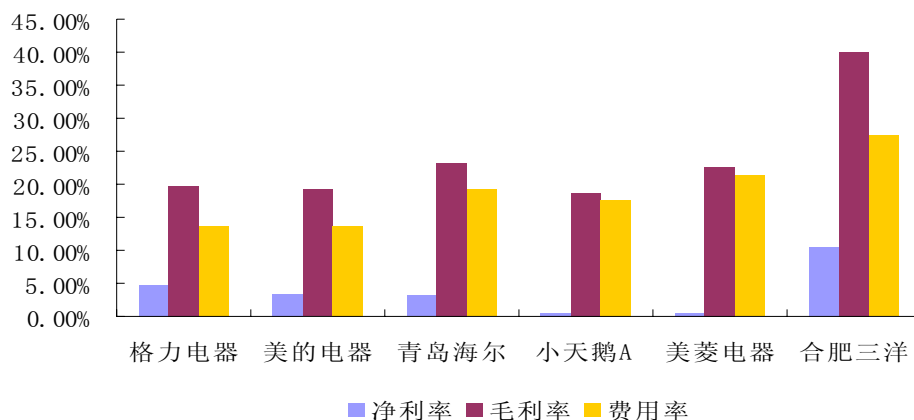
图 11 主要家电企业洗衣机毛利率



资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心 注：数据摘自2008年年报

与三大家电巨头相比，公司毛利和净利润都处于高位，但同时由于较高的销售费用率，使得公司的费用率也处于较高的水平，但盈利能力依然强于三大家电巨头。与小天鹅和美菱相比，虽然都是产品单一的家电生产企业，但公司的净利润率是其他两家企业所无法企及的。我们认为，目前公司的盈利能力在行业内的地位是一定的，并且这种高水平的盈利能力的未来三五年之内依然是可持续的。

图 12 盈利能力比较



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

4.3 全自动市场份额快速扩大+出口启动+双筒增长+滚筒爆发式增长

08 年对公司来说是不平凡的一年，08 年年初开始，公司积极转变经营策略，打破原

有的固守高端化路线的思路，将一部分高端产品低端化，市场份额迅速扩大，市场占有率快速提高，截至 2008 年年末，公司市场占有率按销售量排第 5 位，按销售额排第 6 位，分别达到 6.02%、5.74%。同时，下半年开始为伊莱克斯的 OEM 业务，也为提高公司产能利用率，降低边际成本，起到积极作用。公司 09 年计划实现全自动洗衣机 120 万台，同比增长 67% 左右。全自动波轮式洗衣机是公司的主打产品，公司共有变频系列、智慧洗、电解水、超声波、魔术洗系列，共 60 款波轮式洗衣机，

08 年金融危机波及世界实体经济，三洋电机越南工场倒闭，三洋电机将越南生产转交给合肥三洋。公司从 08 年 5 月份开始开拓国际市场，截至 08 年底，实现出口 3.2 万台左右，销往东南亚，虽然这部分出口对企业利润贡献不大，但对公司启动出口，实现海外拓展起到积极的作用。同时，公司目前正在积极准备洗衣机反销日本项目，预计今年 11 月份有望将第一批标准洗衣机销往日本，三洋电机计划通过该项目先将一部分洗衣机生产移交给合肥三洋，随着合作的不断深化，日本三洋的洗衣机生产基地将全部转移给合肥三洋，2007 年三洋全球洗衣机销量 200 万台，其中中国 45 万台、日本 60 万台。逐步接手日本三洋之后，一方面公司的销售市场将不断扩大，另一方面，销往日本的洗衣机，要求非常严格，所有的零件都要达到一定的标准，也将培育出一系列的标准化的上游产业链，这将不仅使公司的产品的技术创新上实现更大的突破，同时也将带来整个洗衣机产业链的升级。09 年计划出口达 10—15 万台左右，较 08 年的 5 万台左右，将实现较大幅度的增长。

“家电下乡”中，公司共中标 15 款洗衣机，其中波轮式 9 款，双筒洗衣机 6 款，公司目前并没有双筒洗衣机生产线，双筒洗衣机实施 OEM 代工，将该部分委托给宁波生产厂家。从 09 年一季度的经营情况来看，“家电下乡”对于公司营业收入及净利润的贡献虽然不大，但对扩大市场份额，提高产能利用率等，起到积极作用。预计 09 年双筒洗衣机销售将达到 30 万台左右。

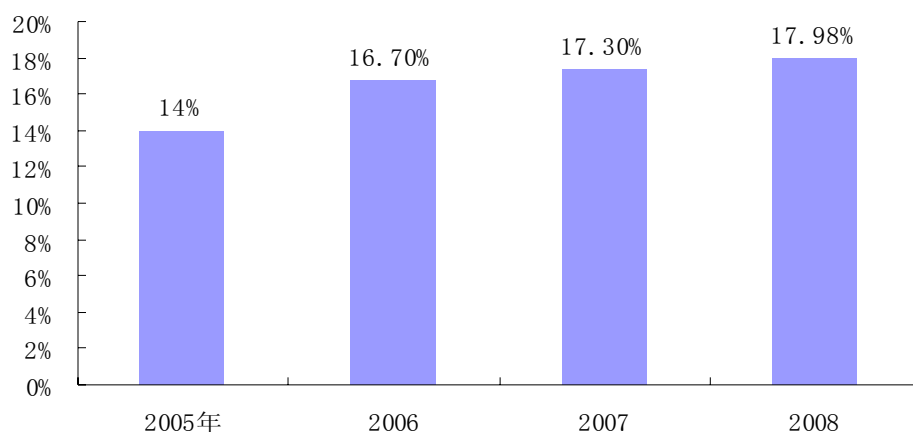
表 4 公司家电下乡中标产品

合肥荣事达三洋电器股份有限公司	三洋	XQB60-M810	¥1,698.00	吉林,新疆(含新疆生产建设兵团),青海,北京,天津,河北,山西,上海,江苏,浙江(含宁波),福建(含厦门),海南,江西,广东(含深圳),云南,贵州
	三洋	XQB60-S810	¥1,798.00	
	三洋	XQB65-M723	¥1,898.00	
	三洋	XQB65-S723	¥1,958.00	
	三洋	XQB70-S8218	¥1,998.00	
	三洋	XQB50-M806Z1	¥1,398.00	
	三洋	XQB50-S806	¥1,498.00	
	三洋	XQB50-S806J	¥1,598.00	
	三洋	XPB85-622S	¥888.00	
	三洋	XPB75-611S	¥828.00	
	三洋	XQB55-Y808J	¥1,898.00	
	三洋	XPB75-816S	¥818.00	
	三洋	XPB65-803S	¥688.00	
	三洋	XPB80-823S	¥858.00	
	三洋	XPB70-813S	¥788.00	

资料来源：家电下乡系统 国元证券研究中心

近几年滚筒式洗衣机快速增长，生产占比从 05 年的 14% 上涨到 2008 年的 18%，生产占比在不断扩大。滚筒式洗衣机快速增长的主要原因，一方面是利润的驱动。滚筒洗衣机是洗衣机市场利润来源的主体，这使厂家在终端卖场中大力推进滚筒洗衣机的销售，并使其销量不断攀升；另一是我国城市家电市场已经进入了更新换代的阶段，滚筒洗衣机对衣物低磨损、省水，外观时尚和装饰性效果，迎合了消费者的消费需求。

图 13 滚筒式洗衣机的生产占比



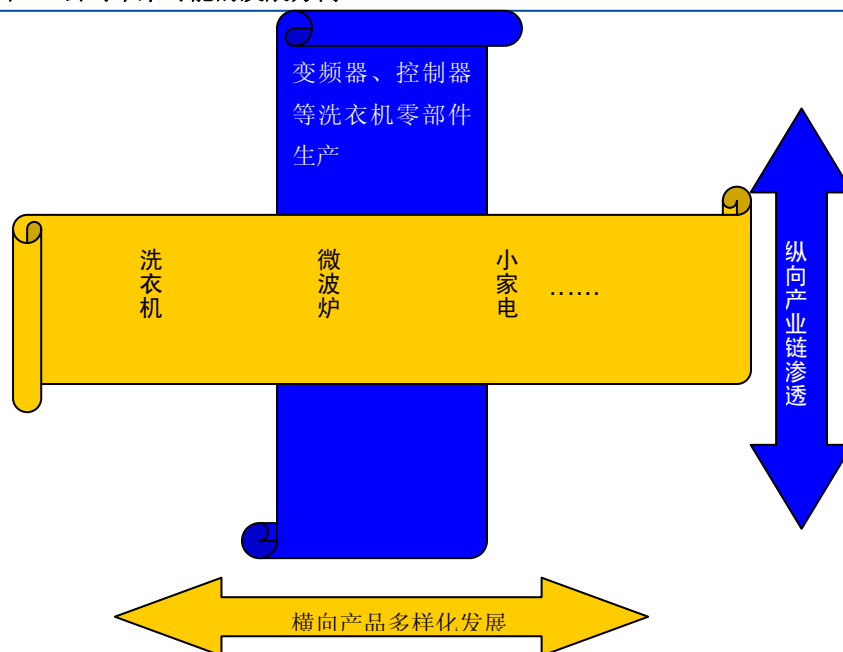
资料来源：中华商务网、国元证券研究中心

公司近几年滚筒式洗衣机出现了井喷式增长，07 年滚筒式洗衣机只有 10641 台，08 年滚筒式洗衣机生产已达到 48036 台，滚筒洗衣机产量同比增长 351%，目前滚筒洗衣机的生产占比约为 17%，略低于行业 18% 的水平。同时，与同样外资品牌的松下相比，公司滚筒式洗衣机的生产结构也大大偏低，新的工业园投产后，滚筒式洗衣的产能将得到较大的释放。公司目前共有 14 款滚筒洗衣机，具备高科技水平的空气洗洗衣机产品。该项技术在整个滚筒式洗衣机领域都具备较高的水平。

4.4 积极寻找新的增长点

公司在 08 年在“335”计划的指导下，取得了较好的成绩，在行业面临诸多少不利因素的情况下营业收入完成了目标计划的 80%，08 年业绩创历史新高。09 年一季度，在洗衣机内销依然不景气，外销同比环比双双负增长的情况下，依然保持了较高的了 72% 的高速增长，同时净利润也在 07 年同比增长 50% 的高基数上，实现了净利润同比增长 50% 较好水平，一季度迎来开门红。我们认为，随着各项宏观经济的逐渐好转，09 年公司的高速增长的态势依然可以得到延续，对于公司 09、10 年的发展我们持乐观态度。

图 14 公司未来可能的发展方向



资料来源：国元证券研究中心

但同时，我们更加担忧的是，随着公司产能的不断扩大，公司销售收入的快速增长。假

使公司在 2010 年完成“335”计划目标的 80%，到 2010 年，公司到 2010 年的销售收入较 2007 年增长 567%。那么公司 2010 年以后公司将需要寻找新的增长点。

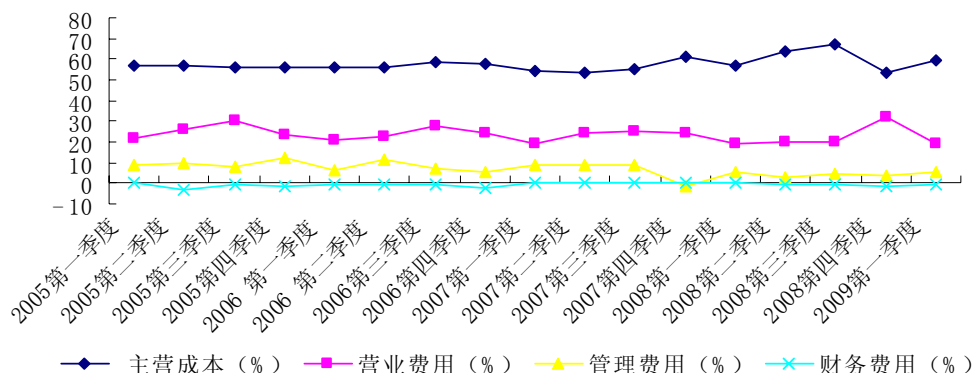
目前公司也在积极地探索寻找未来新的增长点，我们认为，未来公司的发展最有可能走的两条路线就是，第一、利用现有的优势，扩大微波炉的产能及销售渠道，逐步将业务向小家电领域拓展。公司目前的主营产品是洗衣机和微波炉，洗衣机经过最近几年的扩产，实现了快速增长，但微波炉依然没有起色。洗衣机的快速增长，使得微波炉的销售占比从 2007 年 10.7%，快速下降到 08 的 6.4%。事实上公司的无转盘微波炉在行业内拥有技术领先水平，加大对微波炉的投入，从而引进小家电生产，丰富公司产品种类，做大做强是公司未来发展的一条可行路线；第二、公司近日发布公告与合肥高新区管委会签定高新区内南岗产业园约 430 亩土地用地协议，用于洗衣机扩产及变频电机及控制器项目，公司计划一期项目总投资 12.5 亿人民币，该项目将在未来两三年之内分批投入，电机产业园的建成，将会成为公司向洗衣机向上游产业链渗透的第一步，逐步向上下游产业链渗透也将成为公司未来发展的方向。经过上述分析，我们认为，公司未来发展的途径依然很宽广，纵横交错的发展方式，给公司提供了广阔的发展空间。

第 5 部分 公司财务分析与盈利预测

5.1 费用与成本分析

公司的产品相对高端化，因此，公司的毛利率在行业内一直处于最高的位置，公司同时规模也比较小，成本控制比较容易，但同时也使公司的销售费用率居高不下，导致公司费用率要远高于行业内的其他企业，但净利润水平在行业内依然相对其他企业较高。从下图来看，公司营业成本及三项费用率基本上平稳，08 年四季度由于特殊的财务处理，使得营业成本出现较大幅度下滑。管理费用率一直保持在比较平稳的水平，未来产能的不断扩张，新增固定资产投资规模的扩大，将会使公司的财务费用出现较快增长，

图 15 营业成本，三项费用营业收入百分比



资料来源:WIND 资讯、国元证券研究中心

通过对公司的营业成本和各项费用的变化分析，可以看出，公司的营业成本及各项费用率在 08 年以前一直都比较平稳。08 年，由于产能的快速扩张，使得公司营业成本和销售费用率产生了较大波动。我们认为，公司较强的盈利能力短期内不会改变，因为公司毛利率的下滑不具有单边性，一方面低附加值产品的不断增加，是公司毛利率快速下滑的主要原因；但同时，销售费用率的降低及滚筒式洗衣机生产占比的不断扩大，对毛利率的下滑将会起到一定的抑制作用。因此，我们对公司盈利能力依然保持较为乐观的态度。

5.2 与盈利预测有关的假设

结合调研信息，我们通过悲观、中性、乐观三种假设情况，对公司 09 年的经营情况

进行假设。

根据调研信息及 09 年一季度的经营情况，我们的主要假设有以下几点：

- 1、随着公司二期工业园逐步达产，公司产能进一步扩大，营业收入未来几年快速增长。
- 2、市场份额的快速扩大，来源来高端产品低端化，公司的毛利率下滑已经成定局。且毛利率下滑的速度快于销售费用率的下降速度。
- 3、滚筒式洗衣机依然保持快速增长的势头。
- 4、出口东南亚将进一步扩大、出口日本 11 月份左右全面启动、与伊莱克斯的 OEM 业务 8 月份投产，
- 5、公司微波炉一直处于平稳发展的状态，年初公司提出未来三年度划将微波炉规模扩大到 100 万台，根据 08 年董事会决议公告，我们假设未来几年微波炉将会出现较大幅度的增长。

表 5 盈利预测有关假设

产品	项目	10E	09E-悲观	同比	09E-中性	同比	09E-乐观	同比
波轮式洗衣机	产量(万台) 150	100	36.99%	110	50.68%	120	64.38%	
	销量(万台) 150	100	36.99%	110	50.68%	120	72.41%	
	价格(元) 1000	1000	-5.60%	1100	-5.10%	1200	-4.70%	
	成本(元) 800	700	0.80%	750	1.80%	800	6.40%	
滚筒式洗衣机	产量(万台) 18	10	108.30%	10.5	118.80%	11	129.20%	
	销量(万台) 18	10	108.30%	10.5	118.80%	11	129.20%	
	价格(元) 3300	3100	-5.00%	3300	1.10%	3500	7.20%	
	成本(元) 1550	1300	4.10%	1500	4.60%	1700	6.00%	
双筒式洗衣机	产量(万台)							
	销量(万台) 30	23	—	25	—	30	—	
	价格(元) 550	500	—	510	—	515	—	
	成本(元) 370	360	—	370	—	380	—	
出口	产量(万台) 30	13	—	14	—	15	—	
	销量(万台) 30	13	—	14	—	15	—	
	价格(元) 800	700	—	720	—	740	—	
	成本(元) 580	510	—	520	—	530	—	
微波炉	产量(万台) 40	20	66.70%	22	83.30%	25	108.30%	
	销量(万台) 40	20	67%	22	83%	25	108%	
	价格(元) 600	540	7%	590	8%	650	10%	
	成本(元) 360	310	3%	342	2.30%	370	0.60%	
总计	收入(万元) 273900	162400	50.37%	191460	77.28%	225300	108.60%	
	成本(万元) 190800	104110	83.80%	122304	88.73%	143300	121.14%	
	毛利率 30.34%	35.89%	-5.14%	36.12%	-3.99%	36.40%	-3.71%	

资料来源:国元证券研究中心

第 6 部分 估值与投资建议

6.1 估值

根据我们的估值模型的测算，我们预计公司 09、10、11 年每股收益将达到 0.55、0.72、1.00 元，对应 09、10、11 年动态市盈率分别为 23 /17/13 倍。估值水平相对合理。

公司目前的估值水平相对整个 A 股，相对偏高，与家电行业 12 家主要上市公司的估值水平对比，我们认为，公司目前的估值水平仍然处于相对合理水平的。

表 6 行业内上市公司盈利预测比较

排名	代码	简称	市盈率 PE			市净率 PB (09)
			TTM	09E	10E	
1	000418	小天鹅 A	96.96	28.76	20.79	2.96
2	000521	美菱电器	97.86	52.78	30.87	2.29
3	000527	美的电器	28.69	20.92	17.27	5.59
4	000541	佛山照明	25.09	41.07	36.30	3.19
5	000651	格力电器	17.98	16.80	14.20	4.75
6	002005	德豪润达	-71.99	173.45	113.29	6.55
7	002076	雪莱特	185.69	71.63	52.06	4.35
8	002242	九阳股份	23.13	18.07	14.89	5.42
9	002260	伊立浦	86.83	50.41	34.06	3.66
10	600261	浙江阳光	29.87	22.86	19.04	3.08
11	600336	澳柯玛	56.26	81.25	72.22	4.93
12	600690	青岛海尔	26.21	20.25	16.65	2.66
13	600983	合肥三洋	31.38	22.82	17.43	5.41

资料来源:WIND 资讯、国元证券研究中心

6.2 投资建议

通过对公司的全面分析,我们认为,公司目前的估值水平与行业基本相当。目前,对于整个家电行业来说,2009 年受“家电下乡”及消费刺激政策的影响,家用电器行业的有望走出行业低谷期,整个行业的估值水平有望重回 25—30 倍的水平,给予公司未来六个月 14.5 元的目标价,给予谨慎推荐评级。

6.3 风险提示

- ◆ 公司目前处于快速扩张期,随着规模的扩大,公司也将会面临新更多新问题。
- ◆ 荣事达将持有合肥三洋的股权划给国资委之后,现在股权的性质界定问题依然没有得到解决,同时,松下收购三洋电机之后,公司与杭州松下的关系将存在较大的不确定性。
- ◆ 公司目前的从固守高端到低端化的发展模式仍需要实践的进一步检验。

表 7 利润表（百万元）

利润表				
				单位: 百万元
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1082.73	1914.60	2739.00	3834.60
营业成本	648.49	1223.04	1834.00	2588.36
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	259.24	392.49	506.72	697.90
管理费用	44.10	77.92	111.48	156.07
财务费用	(7.96)	(2.37)	(1.25)	(3.37)
资产减值损失	7.66	13.27	12.80	12.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	0.02	0.04	0.06
营业利润	131.20	210.27	275.30	383.21
营业外收入	4.62	4.56	4.57	4.57
营业外支出	1.33	0.70	0.80	1.00
利润总额	134.49	214.12	279.07	386.77
所得税	19.57	29.98	39.07	54.15
净利润	114.93	184.15	240.00	332.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	114.93	184.15	240.00	332.62
EBITDA	146.88	241.36	320.57	433.72
EPS（元）	0.35	0.55	0.72	1.00

资料来源: 国元证券研究中心

表 8 资产负债表（百万元）

资产负债表				
				单位: 百万元
会计年度	860	1291	1818	2514
流动资产	193	180	190	206
现金	71	109	143	189
应收账款	10	17	25	35
其它应收款	8	5	4	3
预付账款	318	539	840	1238
存货	261	440	616	844
其他	266	347	334	319
非流动资产	2	2	2	2
长期投资	159	262	275	279
固定资产	27	23	19	15
无形资产	79	60	38	23
其他	1127	1638	2152	2833
资产总计	469	857	1177	1576
流动负债	0	75	45	0
短期借款	195	367	569	828
应付账款	274	415	564	748
其他	8	8	8	8
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	8	8	8	8

其他	478	865	1186	1584
负债合计	0	0	0	0
少数股东权益	333	333	333	333
股本	117	117	117	117
资本公积	199	323	517	799
留存收益	649	773	966	1249
归属母公司股东权益	1127	1638	2152	2833
负债和股东权益	860	1291	1818	2514

资料来源：国元证券研究中心

表 9 现金流量表（百万元）

现金流量表				
				单位: 百万元
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	81.28	101.97	123.93	149.66
净利润	114.93	184.15	240.00	332.62
折旧摊销	23.63	33.46	46.52	53.88
财务费用	-7.96	-2.37	-1.25	-3.37
投资损失	-0.01	-0.02	-0.04	-0.06
营运资金变动	-47.81	-140.05	-179.99	-249.78
其它	-1.50	26.81	18.68	16.37
投资活动现金流	-93.48	-133.02	-37.95	-42.83
资本支出	101.49	135.00	40.00	45.00
长期投资	0.00	-0.02	-0.01	-0.01
其他	8.01	1.96	2.04	2.16
筹资活动现金流	-43.29	17.66	-75.98	-91.20
短期借款	0.00	75.22	-30.61	-44.62
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	-43.29	-57.57	-45.37	-46.58
现金净增加额	-55.28	-13.40	10.00	15.64

资料来源：国元证券研究中心

表 10 主要财务比率

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	70.6%	76.8%	43.1%	40.0%
营业利润	76.1%	60.3%	30.9%	39.2%
归属于母公司净利润	69.1%	60.2%	30.3%	38.6%
获利能力				
毛利率	40.1%	36.1%	33.0%	32.5%
净利率	10.6%	9.6%	8.8%	8.7%
ROE	17.7%	23.8%	24.8%	26.6%
ROIC	29.2%	33.7%	35.7%	38.5%
偿债能力				
资产负债率	42.4%	52.8%	55.1%	55.9%

净负债比率	0.00%	8.69%	3.76%	0.00%
流动比率	1.83	1.51	1.54	1.60
速动比率	1.14	0.86	0.81	0.79
营运能力				
总资产周转率	1.14	1.38	1.45	1.54
应收账款周转率	18	20	21	22
应付账款周转率	4.58	4.35	3.92	3.71
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.55	0.72	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.31	0.37	0.45
每股净资产(最新摊薄)	1.95	2.32	2.90	3.75
估值比率				
P/E	36.83	22.98	17.64	12.72
P/B	6.52	5.47	4.38	3.39
EV/EBITDA	27	17	13	9

资料来源: 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn