

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751711 xuchun1987@gmail.com

高速增长持续可期，电机产能释放带来外延增长机会

事件描述

合肥三洋作为中日合资家电上市公司，受益于日本三洋的技术及品牌，其良好的成长性、较强的盈利能力以及直流变频电机带来的外延增长机会使得我们看好公司未来的发展。我们预计公司 10 及 11 年 EPS 分别为：0.96、1.29 元，首次给予“推荐”评级。

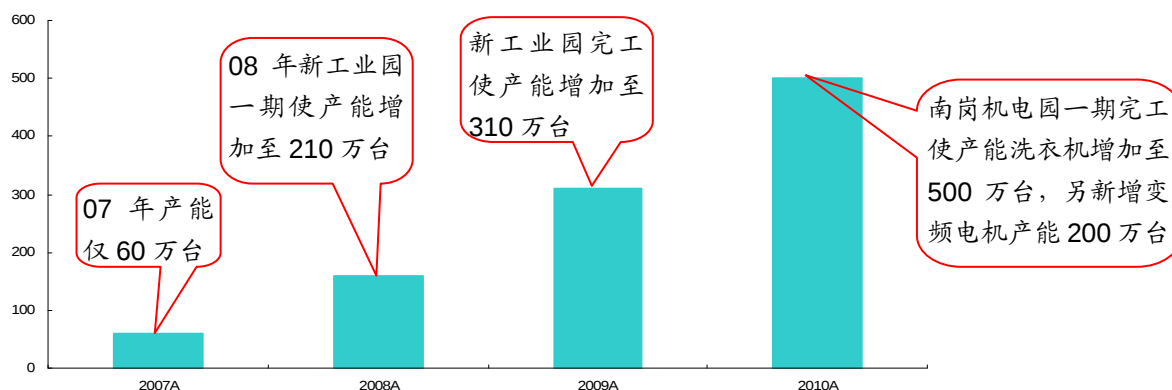
事件评论

第一，公司产能扩张迅猛，带动公司主营收入大幅增长

公司在 07 年时洗衣机产能只有 60 万台，销售量仅 45 万台，市场占有率为 2.5% 左右，公司产能及产量均远低于同行业小天鹅以及青岛海尔，产能瓶颈问题成为制约公司销售规模扩大的主要因素。公司过去一直集中于中高端洗衣机市场，虽然较低的销售量保证了公司较高的销售利润率，但同样使得公司业绩增长极其缓慢。随着公司“3351”战略的提出，公司的经营战略也发生了根本转变，以“创新求变”代替了过去的“稳健”的经营思路，销售规模扩张成为公司发展的主要目标。

借助三洋高新区工业园及南岗机电产业园的逐步建设，公司洗衣机产能得到显著提高。目前，公司新建的南岗机电产业园项目一期已按计划建成并正式投产。一期项目建成后，公司洗衣机产能将累计达到 500 万台/年，其中滚筒洗衣机产能 100 万台，波轮洗衣机产能达 400 万台。公司近期无洗衣机产能扩充计划，仅就洗衣机类产品结构做出调整。

图 1：自“3351”战略推出后，公司产能扩张迅猛

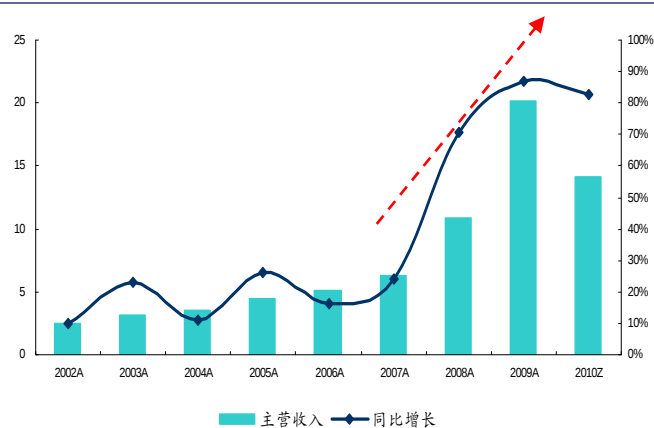


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司上半年洗衣机产量约 150 万台左右, 预计全年洗衣机产量能达到 270 万台, 公司目前产能利用率较低的主要原因在于配合销售渠道的扩充。目前公司洗衣机产品结构中滚筒洗衣机产量占比较低, 公司 09 年滚筒洗衣机产量 14 万台, 预计今年全年洗衣机产量能达到 30 万台, 销售收入在主营中占比突破 30%。公司仍将维持滚筒洗衣机产量的高增长, 11 年滚筒洗衣机产量计划为 50 万台。除洗衣机外, 公司还有一条产能 50 万台的微波炉生产线, 预计今年产量能达到 40 万台, 较去年有所提升, 公司也有逐步扩大微波炉产能的计划。

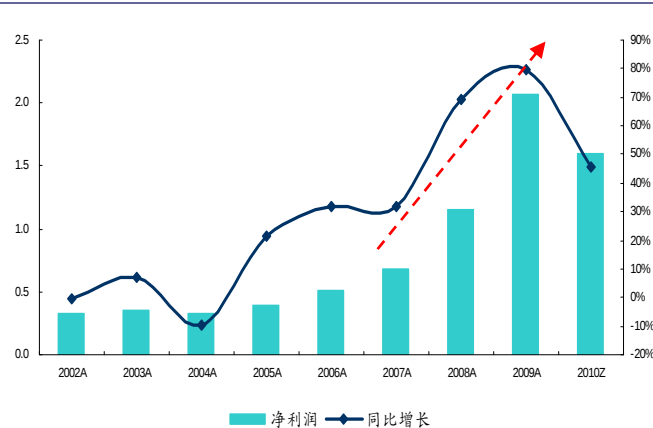
在公司产能快速扩张的带动下, 公司主营收入及净利润也增长明显, 公司 08、09 年主营收入分别为 10.83、20.22 亿元, 同比增长达 70.60%、86.73%。公司 10 年经营目标为实现销售收入 30 亿元以上, 净利润达到 3 亿元以上。据 10 年中报披露的数据, 公司上半年共实现销售收入 14.11 亿元, 净利润 1.59 亿元, 同比增长分别为 82.73%、45.85%。考虑到下半年南岗一期的持续放量以及洗衣机销售旺季的到来, 公司实现 10 年经营目标问题不大。

图 2: 公司自 08 年起主营呈现爆发式增长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 近年来净利润也增长明显

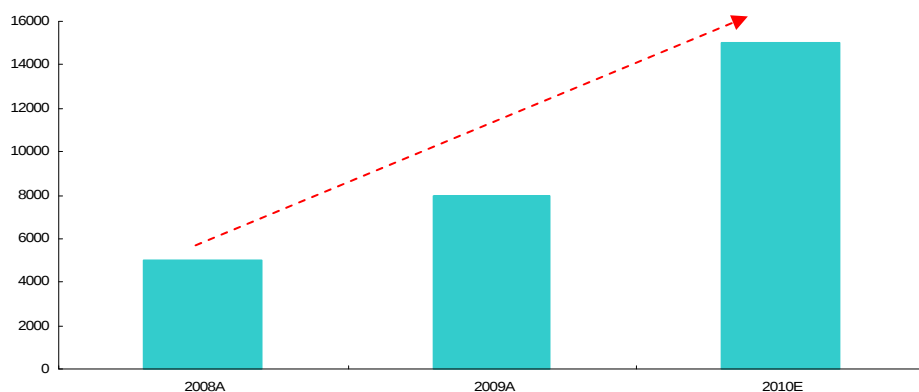


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 公司销售渠道建设稳步推进, 市场占有率持续提升

由于之前一直专注于中高端洗衣机的生产及研发, 以及较高的品牌定位, 导致公司销售主战场主要集中在一、二级市场。随着公司产能的逐步扩张以及“家电下乡”等政策的推动, 公司销售渠道已逐步向三四级市场拓展。目前公司在二二级市场采用零售销售模式, 目前公司在苏宁国美的进店率已经达到 90%, 预计今年年底可以达到 95%, 并随着国美苏宁店面的扩张逐步补充进店率。而在三四级市场, 公司采用代理销售模式, 公司目前有 1000 多家代理商, 拥有门店数 10000 多家, 预计年底能达到 15000 家左右。公司目前一二级市场及三四级市场销量基本持平, 预计未来三四级市场销量在内销占比将达到 60% 左右。

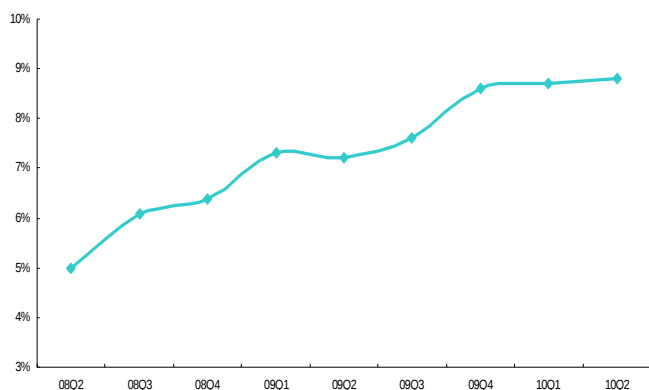
图 4: 公司三四级市场门店数目扩充明显



资料来源：公司公告，长江证券研究部

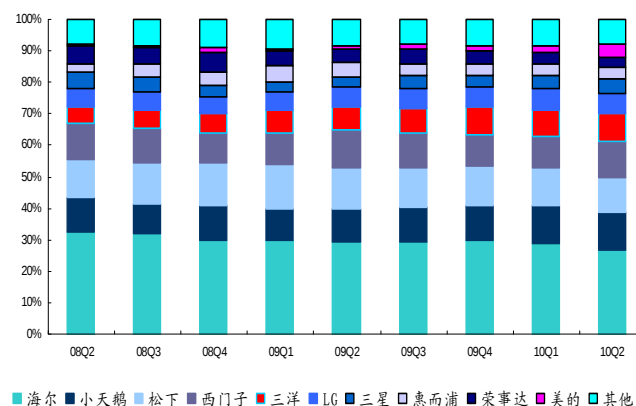
随着公司内销市场的逐步布局，公司的市场占有率也稳步提升，据中怡康市场监测数据统计，公司目前在二级市场的占有率已经超过 8%，并呈持续上升趋势。

图 5：公司洗衣机市场占有率稳步提升



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

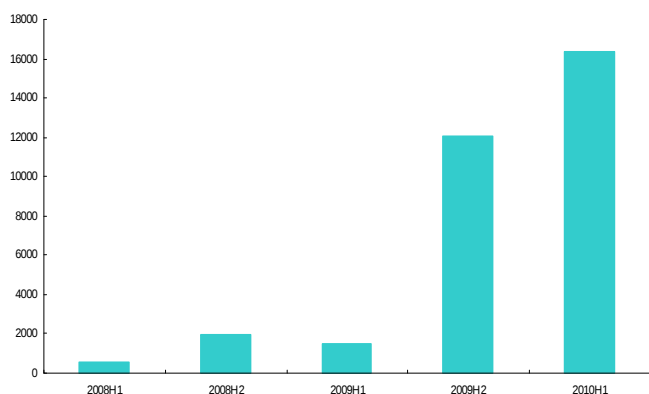
图 6：国内洗衣机市场零售额占有率一览



资料来源：中怡康零售监测，长江证券研究部

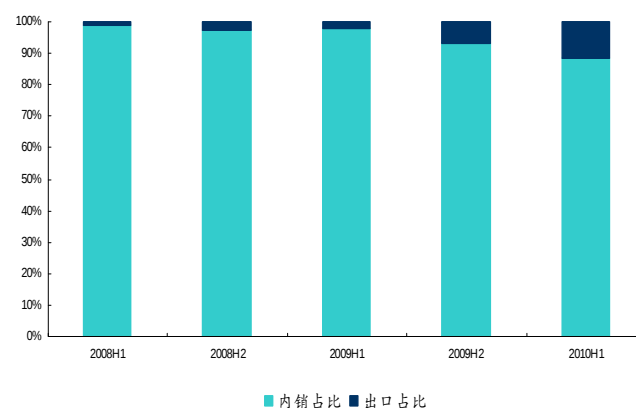
从外销渠道看，公司主要依靠三大渠道出口：一是依托 OUT-IN 项目返销日本；二是依靠日本三洋渠道销售至东南亚等地区；三是依靠 OEM 模式为伊莱克斯和惠而浦等厂商供货。目前三大出口渠道销售占比基本持平，分别占据公司出口销量的 1/3 左右。从出口量看，公司今年预计出口量 30 万台，未来随着日本三洋国内 80 万台滚筒洗衣机产能转移到国内，预计公司 OUT-IN 项目出口量将大幅增长，同时带动出口占比提升。

图 7：受 OUT-IN 项目推动，公司出口业务增速明显



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：外销收入在公司主营中占比持续攀升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

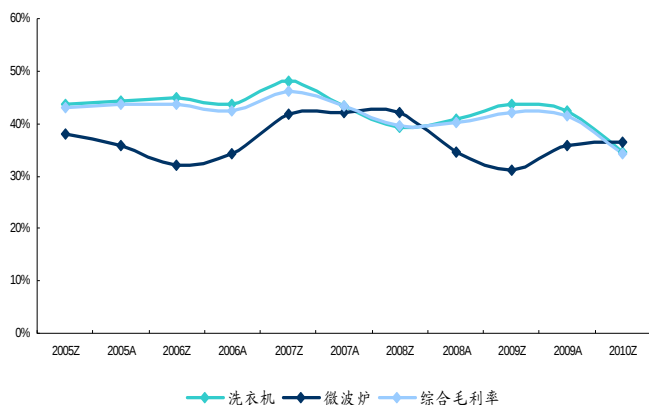
第三、公司历年毛利率优势明显，预计未来下滑空间不大

公司历年来毛利率较高，均维持在 40% 以上，09 年公司售毛利率为 41.50%，其中在主营中占比超过 95% 的洗衣机类产品销售毛利率为 42.43%，微波炉类产品毛利率为 35.80%。公司毛利率远高于同行的原因主要有以下几点：首先，公司产品定位较天鹅及青岛海尔高端，其产品的技术附加值较高；第二，合肥三洋技术及品牌来自于日本，具备外资品牌的溢价特性；其次，由于公司销售规模较小，产品结构层次高，高附加值产品推出速度较快；最后，地处合肥的原材料采购优势及劳动力成本优势也是造成公司毛利率高于同行的原因之一。

上半年公司毛利率大幅下滑，主要原因在于两个方面：第一，公司自今年元月起开始争抢优势经销商资源，这类资源带动公司在三四级市场低毛利率产品销售量的大幅增长，在一定程度上使得公司毛利率大幅下滑。第二，公司在二

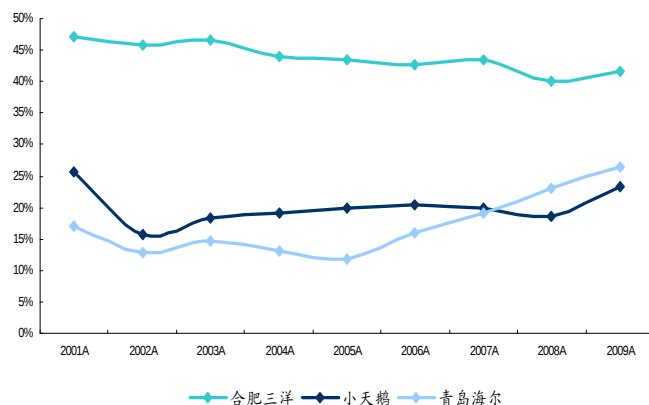
级零售市场这块为应对美的发起的“价格战”，不仅推出包括降价促销的应对措施，更推出一些价格较低，毛利率较低的高端洗衣机，该类洗衣机以前销售毛利率均在 45% 以上，现在仅 30% 多，该类产品销量占比提高也导致了公司毛利率的下滑。公司同时表示，由于公司新产品推出速度较快，原材料价格的波动会较快的反应到公司的新推产品价格中，因此原材料价格波动对公司毛利率影响不大。考虑到公司定价优势明显，其对毛利率的掌控能力较强，我们预计公司未来毛利率下滑空间不大，基本可以维持在 35% 左右。

图 9：公司历年来销售毛利率均维持高位



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 10：公司历年毛利率远高于小天鹅及青岛海尔

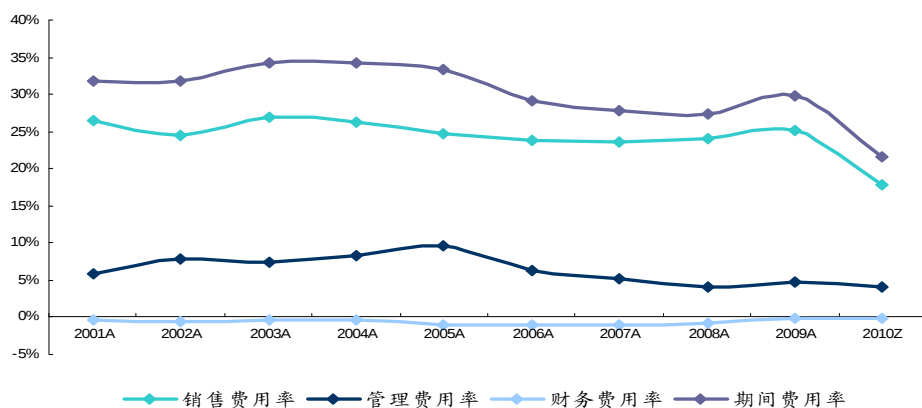


资料来源：Wind，长江证券研究部

第四、费用率呈持续下滑趋势，下半年预计有所回升

公司近期费用率也有明显下滑，且下滑幅度高于毛利率下滑幅度，主要原因在于三四级市场及出口市场的销量增长所致。由于公司对销售渠道的持续跟进，使得固定费用规模摊薄效应目前仍未能体现，预计至渠道建设稳定后，规模摊薄效应将会有一定的体现。下半年由于年度经销商营销返点等因素，预计公司费用率会有一定程度的上升。

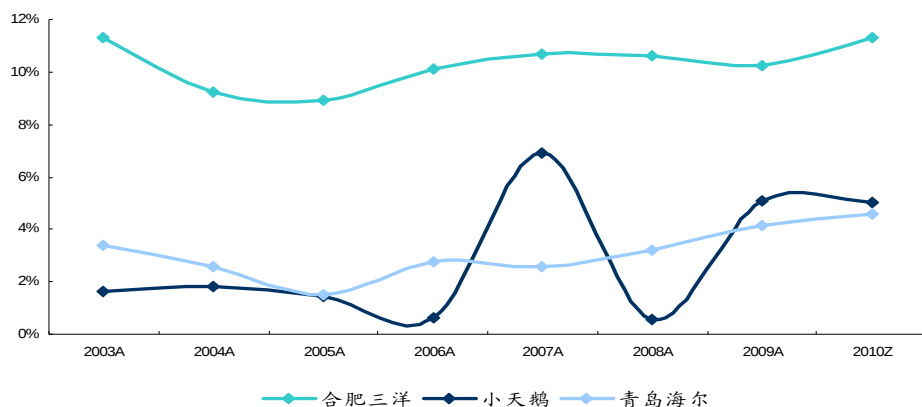
图 11：公司费用率一直呈下滑趋势



资料来源：Wind，长江证券研究部

在公司高毛利率及持续下滑的费用率的带动下，公司净利率也远高于同行竞争者，近年来一直维持在 10% 以上，而同行小天鹅及青岛海尔一般维持在 5% 以下。即便是在 10 年上半年公司毛利率大幅下滑 7.9 个百分点的情况下，公司净利率仍呈小幅上涨趋势，与同行相比，公司稳健的盈利能力在未来一段时期内依旧优势明显。

图 12：公司盈利能力较强，高于同行小天鹅及青岛海尔



资料来源：Wind，长江证券研究部

第五、洗衣机变频时代到来，变频电机带来公司外延增长机会

在近日安徽合肥召开的“2010 年合肥三洋全球经销商年会暨变频战略发布会”上，公司发布了其“变频发展战略”：到 2011 年合肥三洋变频洗衣机销售将突破 100 万台，逐步实现 1000 万台变频电机产能，普及变频洗衣机，做行业变频发展的引领者，为发展绿色家电，节能减排做贡献。目前公司已经将“变频战略”作为公司的核心战略来发展，公司将逐步提高变频洗衣机的占比，预计明年变频洗衣机占比突破 1/3，产量突破 100 万台。

随着南岗机电产业园项目一期已按计划建成并正式投产，公司除洗衣机产能达到 500 万台/年外，其直流驱动变频电机产能也达到 200 万台/年，同时公司已经制定支流变频电机产能 1000 万台/年的规划并在未来计划分布实施。公司预计年内变频电机产量达到 100 万台，其中约 30 万台自用，另有 70 万台用于外销。目前电机销路良好，毛利率达到 30%以上，且由于电机销售费用率很低，使得其净利率较高。同时公司表示使用自产变频电机能使得公司变频洗衣机毛利率提升 3-5 个百分点。随着公司直流电机产能的逐步扩充与释放，变频电机将成为公司未来新的业绩增长点。

表 1：直流变频驱动较交流变频驱动优势更明显

项目	直流变频驱动	交流变频驱动
电机	三相感应电机	调速永磁同步电机
传动装置	不需要	需要
噪音	较小	较大
震动幅度	较小	较大
节能效率	节能 70%	节能 40-50%

资料来源：长江证券研究部整理

第六、首次给予“推荐”评级

公司作为中日合资家电上市公司，受益于日本三洋的技术及品牌，其良好的成长性、较强的盈利能力以及直流变频电机带来的外延增长机会使得我们看好公司未来的发展。我们预计公司未来三年 EPS 分别为：0.96、1.29 及 1.71 元，首次给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2022	3326	4971	7180	货币资金	210	296	277	292
营业成本	1183	2174	3270	4795	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	839	1152	1701	2385	应收账款	191	372	594	895
% 营业收入	41.5%	34.6%	34.2%	33.2%	存货	447	477	627	788
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	47	87	131	192
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	508	632	969	1378	流动资产合计	1536	2228	3120	4321
% 营业收入	25.1%	19.0%	19.5%	19.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	95	156	249	359	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.7%	4.7%	5.0%	5.0%	长期股权投资	2	4	6	9
财务费用	-3	-1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	285	293	326	338
资产减值损失	14	11	14	19	无形资产	138	131	124	118
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	2	3	3	递延所得税资产	18	2	2	3
营业利润	224	355	474	634	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	11.1%	10.7%	9.5%	8.8%	资产总计	1979	2658	3579	4789
营业外收支	13	22	30	35	短期贷款	90	0	0	0
利润总额	237	377	504	669	应付款项	759	1383	2080	3050
% 营业收入	11.7%	11.3%	10.1%	9.3%	预收账款	198	333	497	718
所得税费用	30	57	76	100	应付职工薪酬	37	65	98	144
净利润	207	320	428	568	应交税费	39	72	97	128
归属于母公司所有者					其他流动负债	43	71	108	157
的净利润	206.6	320.2	428.4	568.3	流动负债合计	1166	1925	2880	4197
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.62	0.96	1.29	1.71	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	17	17	17	17
经营活动现金流净额	166	628	528	760	负债合计	1183	1942	2897	4214
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	796	1068	1432	1915
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	796	1068	1432	1915
固定资产投资	-183	-53	-85	-72	负债及股东权益	1979	3009	4329	6129
其他	4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-178	-53	-85	-72		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.621	0.962	1.287	1.707
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.39	3.21	4.30	5.75
银行贷款增加（减少）	90	0	0	0	PE	33.02	21.49	16.07	12.11
筹资成本	61	-47	-62	-83	PEG	0.83	0.54	0.40	0.30
其他	-122	0	0	0	PB	8.58	6.45	4.81	3.59
筹资活动现金流净额	29	-47	-62	-83	EV/EBITDA	27.42	16.23	12.44	9.45
现金净流量	17	527	380	605	ROE	26.0%	30.0%	29.9%	29.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。