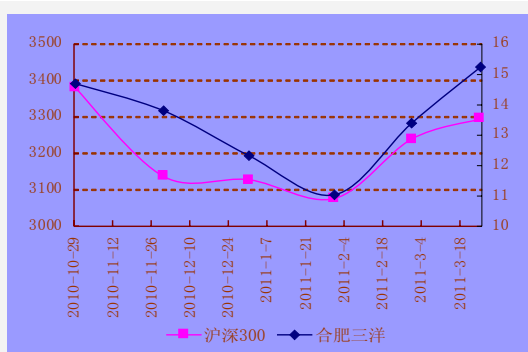




合肥三洋（600983）：抓住洗衣机市场转型机遇 推动直流变频电机市场化

近日该股相对沪深300走势



基础数据

总股本（百万股）	532
实际流通A股（百万股）	196.7
实际流通A股市值（亿元）	29.98

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 周飞

电话 (025)83367888-3305

M S N Zhou991985@hotmail.com

● 内容提要

评级： 推荐

- 市场已经处在饱和状态，行业增速可能遭遇瓶颈。我们认为本年度洗衣机的销售量可能增长-8.9%-7.5%，考虑到产品升级以及成本推动价格上调10%的可能，预计行业销售额增长10%左右；
- 市场正在转型，高端洗衣机或成厂家未来产品推出主流，变频电机获得市场良机。2011-2013年，由于国内变频电机产能陆续释放，滚筒洗衣机的普及程度将进一步加快，预计滚筒洗衣机销量年增长率将在30%+。假设变频电机在滚筒洗衣机中的渗透率为100%，那么国内变频电机的产能供给可能并不能满足洗衣机滚筒化需求；
- 合肥三洋在行动，变频电机是利器，渠道销售建设是资本实现惊险一跳的保障。目前，除了掌握直流变频电机外，公司还正在经历内部管理的升级，特别是采取激励机制对销售工作进行精细化管理；
- 保守估计，2011年洗衣机销售收入增长40%，微波炉业务实现盈亏平衡，变频电机产能释放成为公司业绩下一个增长动力；
- 预计2011-2012年EPS为0.76元、0.96元，基于今明两年的30%业绩增速，给予25X的PE，估值目标为19元，给予“推荐”评级。

1、市场已经处在饱和状态，行业增速可能遭遇瓶颈

洗衣机方面，假设更新周期为 6-9 年，2011 年民用市场规模预计为 3471.69 万台，较 2010 年增加 11.13%。如果考虑到 2009、2010 年的供给缺口，我们认为 2011 年的市场实际规模可能在 2640.85 万台，为 2010 年的 68.7%。长期看来，国内洗衣机市场规模的空间可能逐渐减小，市场瓶颈正在形成。

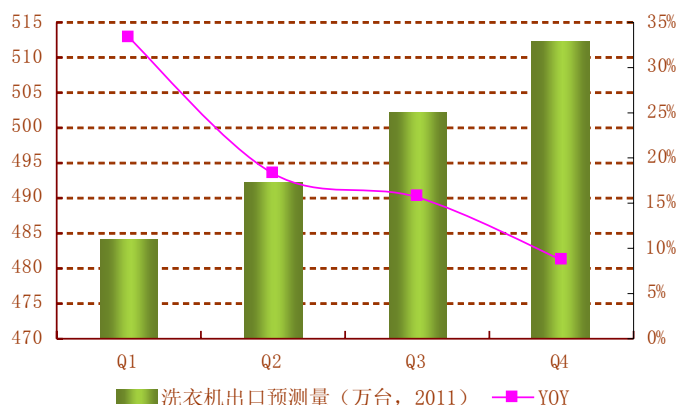
表 1：国内洗衣机市场规模测算

更新周期	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
6年	2,594	2,545	1,861	2,998	3,307	3,126	2,871	2,499
7年	2,353	2,623	1,789	2,849	3,247	3,561	2,724	2,470
8年	2,338	2,382	1,867	2,777	3,098	3,502	3,159	2,322
9年	2,055	2,367	1,625	2,855	3,026	3,352	3,099	2,757
市场规模（万台）	2,248.48	2,457.54	1,760.42	2,826.97	3,123.89	3,471.69	2,993.97	2,516.50
内销（万台）		2,358.89	2,635.12	2,941.94	3,839.76			
供给缺口（万台）		98.65	-874.70	-114.97	-715.87			

数据来源：南京证券研究所

产业在线预计 2011 年家用洗衣机出口在 1990 万台套，同比增幅 18.2%；其中，2011 年第 1 季出口 484 万台套，同比增幅 33.33%。我们认为基数原因使全年呈现先扬后抑的态势。

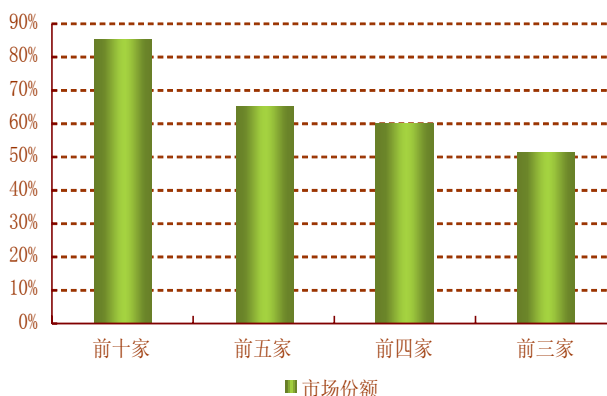
图 1：洗衣机出口预测



数据来源：产业在线、南京证券研究所

综合看来，2011 年洗衣机行业的市场空间估计在 4631-5462 万台，较去年的销量增长-8.9%-7.5%，行业增长空间有限。从市场的集中程度，我们也可以印证以上的看法。2010 年，市场前十家洗衣机厂商的市场份额为 84.95%，前三家企业的市场份额为 50.94%，市场主要集中在龙头厂商手中。

图 2：市场集中度很高



数据来源：产业在线、南京证券研究所

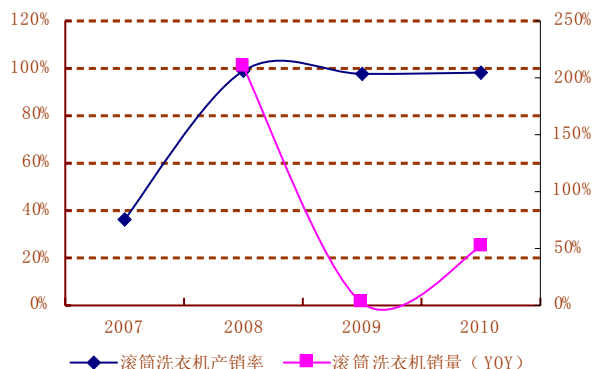
2，市场在转型，高端洗衣机或成厂家未来产品推出主流，变频电机获得市场良机

2.1，为何将市场在这段时期内将转型？投资时间在何时？

我们认为推动市场转型的因素主要来自以下三个方面：

- **宏观层面上，国家节能减排政策将鼓励变频电机家电市场化应用。在 2012 年前，**国家将根据产品总体能耗水平和高效节能产品市场份额等情况,对能效等级在 1 级或 2 级以上的空调、冰箱、洗衣机、平板电视、微波炉、电饭煲、电磁灶、热水器、电脑显示器、电机等 10 类产品进行推广；
- **市场供给层面上，洗衣机高端化趋势越来越明显。2011 年，**美的系的整体战略从简单的规模化转向高端维持战略，滚筒化和变频化将是洗衣机事业部的未来重点方向。以滚筒洗衣机为例，2008-2010 年间，滚筒洗衣机销量 CAGR 为 68.5%，产销率几乎接近 100%。在洗衣机行业以产定销的市场销售体系下，我们认为滚筒洗衣机的产能可能存在不足，无法满足市场的需求。

图 3：滚筒洗衣机



数据来源：产业在线、南京证券研究所

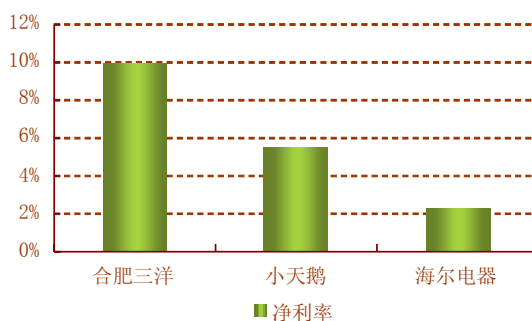
材料和人工成本不断上升，使得价格竞争越来越不可能成为主要竞争手段。2010年，国内三大洗衣机厂商的净利率都不超过 10%。根据我们的测算，2011 年洗衣机成本可能上升 9.77%左右。从成本角度看，洗衣机低端化竞争可能不合时宜，高端化或成为市场的一致选择方向。

表 2：家电成本压力因素涨幅预测（2011）

主要成本压力要素	历史年平均涨幅	2010年涨幅	2011年至今 ¹ 涨幅	预计2011年涨幅
铜	14.35%(2000-2010)	39.6%	22.5%	3.4%
钢	21.64%(2001-2008)	10.3%	11.0%	-1.7%
铝	2.64%(2001-2010)	15.4%	11.0%	-0.4%
ABS	3.6%(2004-2010)	34.1%	13.0%	5.0%
人民币升值	1.9(2005-2010)	0.9%	3.5%	0.8%
劳动力成本	14.53%(2003-2009)	10.0%	15.0%	15.0%

数据来源：Wind 资讯、南京证券研究所

图 4：2010 年洗衣机厂商净利率



¹ 2011-3-4 截止

数据来源：公司报告、南京证券研究所

- 技术层面上，变频化将弥补洗衣机滚筒化过程中的缺陷与不足。对比滚筒洗衣机和波轮洗衣机的技术参数，我们认为市场选择洗衣机滚筒化是有其内在的缘由的：一是在洗净度和磨损度方面，滚筒洗衣机具备一定的优势；二是在用水量方面，滚筒洗衣机相对节水 60%。但是，同样我们也发现，使用普通电机的滚筒洗衣机的耗时较波轮洗衣机长 150%，耗电量比波轮洗衣机大，洗衣机损耗大，使得滚筒洗衣机的寿命减少。因此，洗衣机滚筒化过程需要电机变频化的共同驱动。

表 3：指标对比

指标	变频电机滚筒洗衣机	定频电机波轮洗衣机
洗净度	>0.7	>0.7
磨损率	<0.1	<0.15
用水量	40%	100%
功率（瓦）	200	400
耗电量	小	大
耗时（分钟）	100	40
寿命（年）	15-20	10-15
价格（元）	2500	1500-2000

数据来源：公开资料整理、南京证券研究所

正是基于以上的判断，我们认为变频电机特别是直流变频电机将在洗衣机滚筒化进程中扮演至关重要的角色。由于不需要传动装置，直流变频电机较交流变频电机在噪音、震动幅度、节能效率上都高于交流变频电机。

表 4：直流变频 VS 交流变频

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%

数据来源：公司公告、南京证券研究所

2.2，滚筒洗衣机以及变频电机市场规模有多大？（空间有多大）

参照空调变频化进程（2008-2010 年渗透率分别为 3%、12%、17%，其中，2010H2 渗透率增加值 20.3%），我们认为 2011 年将是滚筒洗衣机爆发的一年，其市场渗透率可能增加到 30%，销量增长率为 41%左右，延续 2010 年的良好开局。2011-2013 年，由于国内变频电机产能陆续释放，滚筒洗衣机的普及程度将进一步加快，预计滚筒洗衣机销量年增长率将在 30%+。假设变频电机在滚筒洗衣机中的渗透率为 100%，那么国内变频电机的产能供给可能并不能满足洗衣机滚筒化需求。

表 5：滚筒洗衣机市场预测

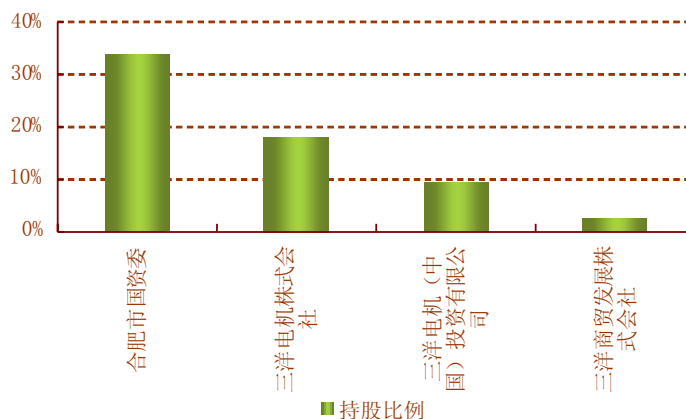
	洗衣机销量（万）	滚筒洗衣机销量渗透率	滚筒洗衣机销量（万）	滚筒洗衣机销量增长
2008	3,748.00	19%	699	
2009	3,943.68	18%	714	2%
2010	5,081.95	21%	1,082	52%
2011	5,081.95	30%	1,525	41%
2012	4,827.85	42%	2,028	33%
2013	4,586.46	60%	2,752	36%
2014	4,357.14	71%	3,094	12%
2015	4,139.28	81%	3,353	8%

数据来源：产业在线、南京证券研究所

3、合肥三洋在行动，变频电机是利器，渠道销售建设是资本实现惊险一跳的保障

3.1，股东背景有助于公司巩固区域市场地位，抓住市场转型机遇。合肥市国资委持有公司股权 33.5%，三洋集团共计持有公司股份 29.51%，前者有助于公司在安徽地区的市场建设和产能建设获取相关优惠保障，后者则为公司的变频电机技术提供更多的支持。

图 5：公司大股东



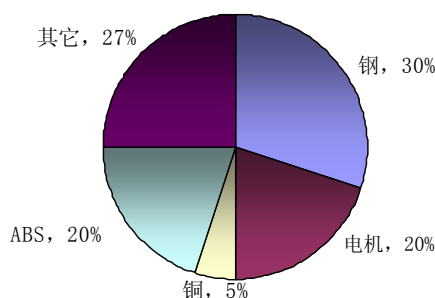
数据来源：南京证券研究所

3.2, 2010 年, 公司已经实现变频电机产能 200 万台, 洗衣机产能 500 万台。其中, 滚筒洗衣机 100 万台。2011 年, 公司拟募集资金进一步改造洗衣机生产线, 使得滚筒洗衣机产能增加至 400 万台 (约占 2010 年滚筒洗衣机产量的 37%, 建设期为 1 年), 初步形成滚筒洗衣机行业老大的态势。同时, **2011-2012 年间增加变频电机产能 800 万台, 500 万套程控器, 建设期为 2 年。预计 2012 年底形成 1000 万台变频电机产能, 占到 2010 年洗衣机行业产量需求的 24%。**

从洗衣机成本构成看, 电机成本约占总成本的 20%。变频电机洗衣机的成本较普通电机洗衣机的成本高 100 元/台, 售价高 300-800 元/台。随着变频电机产能的扩张, 我们认为其成本将可能会下降, 这将有利于滚筒洗衣机的市场化。**但从另一个角度看, 尽早进入洗衣机变频电机市场的厂商将更早更多受益。合肥三洋是国内唯一已经具备直流变频电机量产的公司, 而且是参与变频标准的起草、制订的唯一洗衣机厂商。**

图 6: 电机成占洗衣机 20%

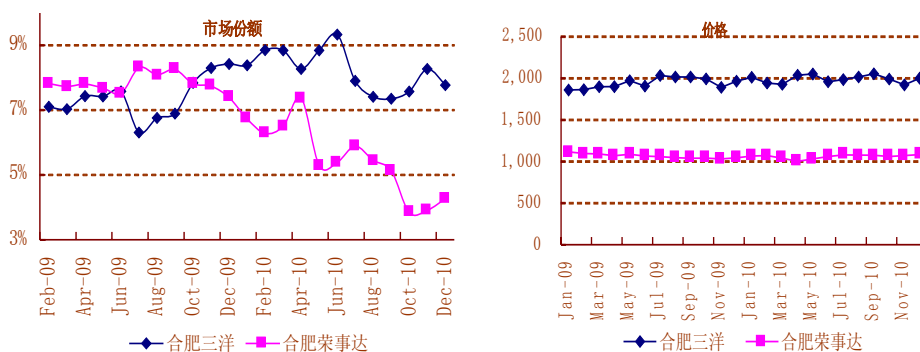
洗衣机原材料成本构成



数据来源: 南京证券研究所

高端化战略促进了公司近年来的市场份额稳步增长。与同城对手荣事达相比, 公司的洗衣机产品的国内零售价格在 2000 元左右。相应地, 公司 2010 年的国内市场份额为 8.23%, 高出荣事达 2.73 个百分点。

图 7、8: 与同城对手比, 三洋高端化趋势明显



数据来源：产业在线、南京证券研究所

3.3, 物流基地建设与渠道扩张是产能释放的硬件保障，而销售精细化管理则是调动销售员工积极性，保证单店收入和盈利增长的终极武器

➤ 仓储物流配送体系建设

A、总部仓储中心：在现有 10 万平方米的仓储容量基础上，采取自购自建方式新增总部仓储面积 2 万平方米，通过购置铲车等辅助工具、新增物流配送自用

B、区域配送中心：依托华东、中南、西南和北方四大销售片区现有的 4.5 万平方基础上，通过自购自建方式，新增仓储面积 2 万平方，通过购置铲车等辅助工具、新增物流配送自用车辆 20 台，配套建设相应基础设施。

➤ 销售网点专柜及其辅助设施建设

A、洗衣机、微波炉品类专柜：新增零售市场 500 家，渠道市场 8,000 家；同时对现有零售市场 1,000 家、渠道市场 2,000 家进行升级改造和全新终端识别系统的应用。逐步完善零售市场 4,200 家、渠道市场 13,000 家的覆盖全中国的网点布局。

B、专卖店/店中店及新渠道开发：在全国 43 个分公司建立 200 家专卖店和 100 家店中店；建设三四级市场直销模式或搭建联合办事处 200 家，完善渠道市场管理延伸。

➤ 自 2010 年起，公司开始对产品销售施行精细化管理，引进激励机制。通过考核单店和分公司自身制定的业绩指标，将公司的利益与员工的利益绑定，从而促进销售业绩的增长。根据合肥国资委的国资上市公司指导意见精神，合肥国有资产控股公司可能在为来 3 年退出公司股权。届时，公司可能实现完全的民营化、市场化运作机制，竞争能力有望再上台阶。

4, 产销量预测

4.1, 洗衣机事业部方面，公司今年计划销售 400 万台，其中，全自动洗衣机销售 250 万台，滚筒洗衣机、双桶洗衣机以及出口销售 50 万台²。根据公司的营销计划以及历史完成情况，我们保守估计 2011 年公司洗衣机销售完成率可能在 86%，实现销售收入 38.94 亿元，同比增长 41.06%；2012 年预计销售 405 万台，实现销售收入 47.93 亿元，同比增长 23.08%。

表 6：洗衣机产销预测

		2007	2008	2009	2010	2011	2012

² 本次日本大地震已经使得公司的订单大幅上升

产能(万台)		110	250	340	420	500	500
产能销售率		41.48%	33.50%	48.22%	61.23%	69%	81%
销量(台)	全自动	445,645.00	720,042.00	1,223,280.	1,622,221.	2,180,000	2,600,000
	滚筒	10,641.00	48,036.00	126,665.00	271,960.61	450,000	600,000
	双筒		37,266.00	186,833.00	362,614.15	400,000	250,000
	出口		32,273.00	102,648.00	315,000.00	425,000	600,000
收入(千元)		565,774.00	1,013,022.	1,913,942.	2,760,676.	3,894,182.	4,793,056.
YOY			79.05%	88.93%	44.24%	41.06%	23.08%
单价(元)		1,239.95	1,209.41	1,167.45	1,073.44	1,127.11	1,183.47
YOY			-2.46%	-3.47%	-8.05%	5.00%	5.00%

数据来源：公司公告、南京证券研究所

4.2, 从调研结果看, 公司微波炉事业部 2011 年有望实现大幅减亏或者盈亏平衡。在国美、苏宁渠道商的支持下, 明后两年的销量将实现快速增长。根据 2010 年的合作销售情况, 我们认为公司本年度的 50 万台销售任务是可以完成的。但基于公司产品低端化的趋势, 产品售价有下降的趋势。因此我相对客观地预计 2011 年微波炉实现销售收入 1.73 亿元, 同比增长 21.09%;2012 年实现销售收入 2.18 亿元, 同比增长 26%, 并有望实现扭亏为盈。

表 7: 微波炉产销预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
销量(台)	105,335.00	120,707.00	215,733.00	367,500.00	500,000.00	700,000.00
计划销量	110,000.00	160,000.00	250,000.00	350,000.00	500,000.00	700,000.00
销售完成率	95.76%	75.44%	86.29%	105.00%	100.00%	100.00%
收入(千元)	67,926.00	69,704.00	107,787.00	142,588.00	172,657.58	217,548.55
TOY		2.62%	54.64%	32.29%	21.09%	26.00%
单价(元)	644.86	577.46	499.63	387.99	345.32	310.78
YOY		-10.45%	-13.48%	-22.34%	-11.00%	-10.00%

数据来源：公司公告、南京证券研究所

4.3, 2010 年, 公司 200 万台变频电机产能项目顺利投产, 截止去年年末共产变频电机 60 万台, 估计销售销售 27.4 万台左右; 我们认为今明年的变频电机销售将实现飞跃式的增长, 预计 2011 年销售 68.4 万台, 实现收入 2.05 亿元, 同比增长 150%;2012 年销售 136.88 万台, 实现收入 4.1 亿元, 同比增长 100%。

表 8: 变频电机产销预测

	2010	2011	2012
收入(千元)	82,125.00	205,312.50	410,625.00
YOY		150.00%	100.00%

成本(千元)	58,308.00	145,770.00	291,540.00
毛利率	29.00%	29.00%	29.00%
单价(元/台)	300.00	300.00	300.00
销量(台)	273,750.00	684,375.00	1,368,750.00

数据来源：公司公告、南京证券研究所

5、盈利预测与估值研究

我们预计 2011 年收入为 42.84 亿元，同比增长 40%，实现归属于母公司股东利润 4.03 亿元，同比增长 33.34%，折合 EPS 为 0.76 元，考虑到增发摊薄后 EPS 为 0.64 元。；2012 年收入 54.62 亿元，同比增长 27.5%，实现归属于母公司股东利润 5.12 亿元，同比增长 27.06%，折合 EPS 为 0.96 元，考虑到增发摊薄后 EPS 为 0.81 元。基于公司今明两年业绩复合增长 30%的增速，我们给予 2011 年 25X 的 PE，对应估值目标为 19 元，给予“推荐”评级。

表 9：盈利预测假设

假设：	2010	2011	2012
营业总成本/营业收入	89.35%	89.46%	89.46%
营业成本/营业收入	66.88%	66.88%	66.88%
营业税及附加/营业收入	0.09%	0.09%	0.09%
销售费用/营业收入	17.27%	17.27%	17.27%
管理费用/营业收入	4.77%	4.85%	4.85%
财务费用/营业收入	-0.04%	0.00%	0.00%
资产减值损失/营业收入	0.37%	0.37%	0.37%
所得税率	13.51%	13.63%	13.33%
少数股东利润/净利润	0	0	0

数据来源：南京证券研究所

表 9：利润预测

	2009	2010	2011	2012
一、营业总收入(元)	2,021,729,125.	3,050,647,987.	4,283,792,228.	5,461,697,904.
二、营业总成本(元)	1,797,913,664.	2,725,718,673.	3,832,466,439.	4,886,271,976.
营业成本(元)	1,182,749,830.	2,040,255,112.	2,864,974,599.	3,652,750,863.
营业税及附加(元)		2,850,412.99	4,002,617.50	5,103,209.13
销售费用(元)	508,313,363.17	526,750,392.13	739,675,388.72	943,062,432.77
管理费用(元)	95,026,092.71	145,617,312.37	207,763,923.09	264,892,348.37

财务费用(元)	-2,513,071.18	-1,184,296.04	0.00	0.00
资产减值损失(元)	14,337,449.08	11,429,739.15	16,049,910.69	20,463,122.13
三、其他经营收益(元)				
投资净收益(元)	17,608.05	-138,308.91	0.00	0.00
四、营业利润(元)	223,833,069.05	324,791,005.74	451325789.62	575425928.21
加：营业外收入(元)	13,995,146.92	24,689,518.42	15,000,000.00	15,000,000.00
减：营业外支出(元)	779,975.29	217,100.78	0.00	0.00
五、利润总额(元)	237,048,240.68	349,263,423.38	466,325,789.62	590,425,928.21
减：所得税(元)	30,415,645.67	47,202,274.84	63,566,272.90	78,678,390.78
六、净利润(元)	206,632,595.01	302,061,148.54	402,759,516.72	511,747,537.43
少数股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润(元)	206,632,595.01	302,061,148.54	402,759,516.72	511,747,537.43
七、每股收益：				
(一) 基本每股收益	0.62	0.57	0.76	0.96
(二) 稀释每股收益	0.62	0.57	0.64	0.81

数据来源：南京证券研究所

南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。