

湘财证券研究所
家电行业

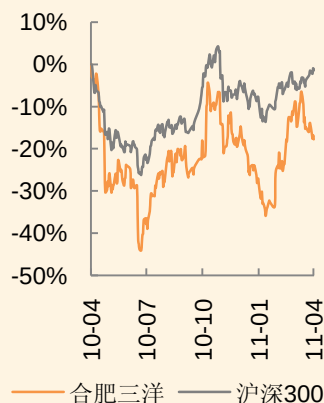
刘飞烨 分析师

执业编号: S0500511010006

Tel: 021-68634518-8812

E-Mail: LFY2840@xcsc.com

公司股价最近一年走势:


核心观点

- **洗衣机: 继续推进变频化** 公司将继续把变频作为未来重点。增发项目建成后, 将逐步实现 1000 万台的变频电机产能。变频电机的扩张将有利于公司完善变频洗衣机上游核心配件的产能配套, 在洗衣机产业升级中掌握核心竞争力。公司变频电机部分自用, 部分外供。公司计划 2011 年将变频洗衣机的销量比例提高至 1/3, 即将公司滚筒全部变频化、波轮部分变频化。变频比例的增加可提升公司综合毛利率, 变频电机的外售也将为公司带来新的利润增长点。
- **涉足冰箱, 冰洗协同** 公司拟在南岗机电园投资建设冰箱项目。冰箱可直接进入现有洗衣机渠道, 做到渠道共享; 冰箱属制冷产品, 刚好与洗衣机淡季错位, 形成强有力互补; 另外冰箱产品增加后, 可丰富公司现有品类, 可形成一定协同效应, 有利于提升经销商的忠诚度。
- **试水时尚生活电器** 公司开始经营电子坐便器、空气净化器、挂烫机等时尚生活电器。目前在全国有 21 个分公司进行销售, 共享部分洗衣机渠道。电子坐便器在国内尚属于导入期, 保有量极低, 毛利率较高。未来消费者对卫生健康将更加重视, 电子坐便器的接受程度也将逐渐提升, 有望成为未来趋势。
- **培育自有品牌: 怡尚和帝度** 帝度定位于高端, 公司变频电机、高端洗衣机、及新推出的冰箱产品将使用帝度品牌; 怡尚品牌主要用于挂烫机、洁身器、空气净化器等生活电器和小家电。在新品牌推广初期, 公司将采用双品牌运作的形式, 使得新品牌在三洋品牌的带动下逐渐导入, 新品牌的推广需要大量的广告宣传及市场开发, 我们预计公司最近两年的销售费用将有所增加。新品牌培育成熟后, 将逐渐替代公司现有三洋品牌, 因此对公司未来三洋品牌使用的存续问题也不必过度担忧。
- **盈利预测及投资建议** 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.73 元、0.96 元和 1.25 元, 按昨日收盘价 13.41 元计算, 对应 PE 分别为 18 倍、14 倍和 11 倍, 我们认为公司在变频洗衣机方面具有先发优势及核心竞争力, 在洗衣机目前消费升级中公司有望实现快速增长, 且新产品和新品牌的培育值得期待, 维持公司“买入”评级, 6-12 个月目标价 17.52 元。

□ **风险提示** 原材料价格大幅上涨的风险; 新产品、新品牌培育低于预期的风险。

盈利预测表

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	3051	4200	5518	7078
增长率 YOY (%)	50.9%	37.7%	31.4%	28.3%
净利润 (百万元)	302	388	510	666
增长率 YOY (%)	46.2%	28.5%	31.4%	30.6%
EPS (元)	0.57	0.73	0.96	1.25

数据来源: 湘财证券研究所

整合暂不影响合肥三洋

目前松下和三洋电机的整合已有新的进展,三洋电机已经于 2011 年 3 月 29 日在东京交易所全面停止上市交易,自 4 月 1 日起三洋电机正式成为松下的全资子公司。未来一年中,松下和三洋电机的整合重点将集中在业务重组。双方的数码、家电、电子零部件等业务部门要进行整合统一,三洋电机在日本国内的家电品牌有可能被取消,全部统一为松下品牌;三洋电机的海外家电业务暂不在此列,海外业务将根据不同国家不同企业具体情况进行分别处理;最终结果将在 2012 年 4 月份明确。考虑到三洋品牌家电产品在中国的影响力及市场份额,我们认为国内三洋品牌延续的可能性较大。

洗衣机: 继续推进变频化

变频技术将成为洗衣机未来趋势

2010 年公司实现了快速增长,在品牌影响力和市场份额稳步提升的情况下,实现了快于行业的增速。2011 年在洗衣机消费升级的驱动下,公司中高端的市场定位将有望继续实现快速增长。

图 1 公司 2010 年洗衣机业务销售收入情况

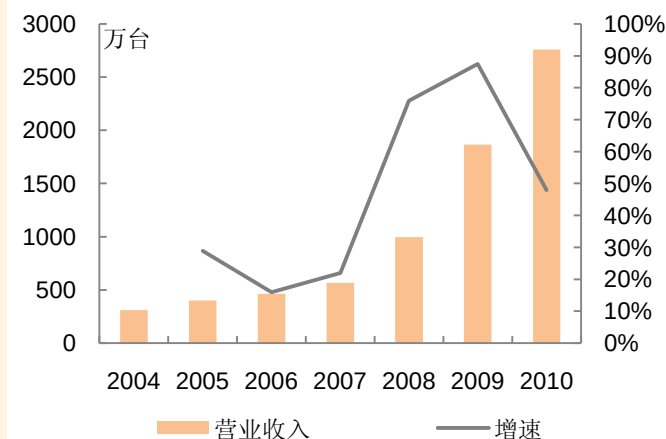
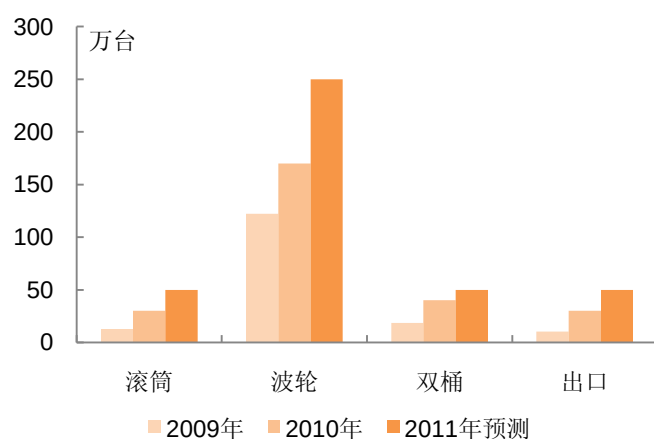


图 2 公司洗衣机产品销售情况



数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

数据来源: 湘财证券研究所

目前国内洗衣机行业正处于消费升级趋势中。从洗涤方式看,是由波轮洗衣机向滚筒洗衣机的升级。根据产业在线数据,目前滚筒洗衣机出货量的占比已达 24% 左右,在内销市场的渗透率也接近 20%。各洗衣机企业都在积极推广滚筒,滚筒洗衣机的渗透率将进一步提升。我们认为未来洗衣机产品的升级将体现在变频洗衣机对普通洗衣机的替代,变频也是洗衣机真正的技术升级。

公司也将继续把变频作为未来的重点。公司主打 DD 直流变频技术，与普通洗衣机相比，直流变频洗衣机能效可提高 40%，噪音可降低 30%。

表 1 公司 DD 直流变频洗衣机的优点

洗涤效果 好	可以针对不同衣物的质地确定不同的洗涤脱水速度、可根据洗涤物的种类、数量、脏污程度选择水流，是衣物的洗净率达到最佳效果。
更节能	直流变频洗衣机的效率可达 80%以上，而普通洗衣机仅为 40%-50%。
噪音低	直流变频电机的电磁噪声小于单相异步电机，并改机械传动为直接传动，减少齿轮、皮带等产生的噪音。

资料来源：湘财证券研究所

募投项目大力发展变频

公司南岗机电产业园自 6 月 28 日投产后，形成年产 200 万台变频电机的产能，自投产到 2010 年底形成变频电机产量 50-60 万台。目前公司主要生产洗衣机用变频电机，未来还将会涉及冰箱、空调、压缩机用等变频电机。公司此次非公开增发的募集资金将会有 6.23 亿元投入到建设年产 1000 万台变频电机及控制系统技改扩建项目。项目建成后，公司将逐步实现 1000 万台的变频电机产能。变频电机产能的扩张将有利于公司完善变频洗衣机上游核心配件的产能配套，在洗衣机产业升级中掌握核心竞争力，并具备先发优势。

公司变频电机除部分自用外，也开始对外供应。公司变频电机的外供旨在引领并推广变频洗衣机，推动洗衣机行业的产业升级。目前日本三洋和台湾三洋已将变频电机订单转移到了合肥三洋。

公司计划 2011 年将变频洗衣机的销量提高至总销量的 1/3，即将公司滚筒洗衣机全部变频化、波轮洗衣机实现部分变频化。变频洗衣机比例的提高将有效提升公司的综合毛利率，变频电机的对外销售也将为公司带来新的利润增长点。

渠道建设纵深化

公司营销体系由总部营销公司和生活电器事业部构成，现有 1.8 万个终端销售网点，其中国美苏宁等连锁渠道网点约 3000 个。公司非公开增发募集资金将有约 2 亿元投入到营销体系建设项目，主要包括：1.新增营销分公司 2 个，二级办事处 20 个。2.新增洗衣机、微波炉品类专柜零售市场 500 家，渠道市场 8000 家；冰箱新品专柜零售市场 800 家，渠道市场 1000 家；空气净化器和洁身器专柜零售市场 500 家，渠道市场 1000 家。3.在全国 43 个分公司建立 200 家专卖店和 100 家店中店。

目前公司网点数量已具规模，我们认为今年主要在于核心经销商数量的

增加以及单店销量的提升，即进行纵深化建设。公司未来也计划尝试与经销商进行利益捆绑，通过特供产品及足够利润空间等加强对经销商的控制力。

此外公司募投项目将分别新增仓储中心和配送中心各 2 万平方米，将提高公司仓储和配送的配套能力，加快配送速度，有利于公司供应链效率的提升。

涉足冰箱业务

公司拟在南岗机电产业园投资建设冰箱项目，计划总投资 6.37 亿元。冰箱项目共分三期建设，其中一期和二期各 100 万台，三期 200 万台。全部建成后，公司冰箱产能将达到 400 万台。

由于冰箱和洗衣机具有一些相似属性，冰箱可直接进入现有洗衣机的成熟渠道，做到渠道共享，并形成一定协同效应；其次，冰箱属制冷产品，刚好与洗衣机淡旺季错位，形成强有力互补；另外冰箱产品增加后，可丰富公司现有品类，对经销商的吸引力更高，此前由于公司品类单一而兼做其他品牌的经销商有可能转而专做公司产品，有利于提升经销商的忠诚度。

试水时尚生活电器

除一直经营的微波炉外，公司开始试水电子坐便器、空气净化器、挂烫机等时尚生活电器。目前在全国有 21 个分公司进行销售，共享部分洗衣机渠道，但在国美苏宁等家电连锁是独立渠道。

电子坐便器在日本的普及率已经很高，几乎达到 100%。而在国内是新兴行业，尚属于导入期产品，保有量极低，目前还没有主导品牌。目前电子坐便器价格较高，大都在 2000 元以上，毛利率较高。电子坐便器是一种个人卫生护理产品，未来消费者对卫生健康将更加重视，电子坐便器的接受程度也将逐渐提升，有望成为未来趋势。

培育自有品牌：怡尚和帝度

公司目前已经注册了两个自有品牌，分别是怡尚(Easom)和帝度(Diqua)。其中帝度定位于高端，公司变频电机、高端洗衣机、及新推出的冰箱产品将使用帝度品牌；怡尚主要用于挂烫机、洁身器、空气净化器等生活电器和小家电。在 2011 家电博览会上，公司已经展示出怡尚品牌的挂烫机、电子坐便器、空气清新器等时尚生活电器，我们预计下半年产品即可上市。

在新品牌推广初期，公司将采用双品牌的形式，使得新品牌在三洋品牌

的带动下逐渐导入，新品牌的推广需要大量的广告宣传及市场开发，预计公司最近两年的销售费用可能会有较大增加。新品牌培育成熟后，将逐渐替代公司现有三洋品牌，因此对公司未来三洋品牌使用存续的问题也不必过度担忧。

图 3 公司怡尚品牌生活电器



资料来源：互联网，湘财证券研究所

盈利预测及投资建议

由于公司冰箱项目及生活电器需要一定建设期和培育期，对公司业绩贡献要到 2012 年，预计可分别增厚公司 2012 年和 2013 年 EPS0.013 元和 0.04 元。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.73 元、0.96 元和 1.25 元，按昨日收盘价 13.41 元计算，对应 PE 分别为 18 倍、14 倍和 11 倍，我们认为公司在变频洗衣机方面具有先发优势及核心竞争力，在洗衣机目前消费升级中公司有望实现快速增长，且新产品和新品牌的培育值得期待，维持公司“买入”评级，6-12 个月目标价 17.52 元。

风险提示

原材料价格大幅上涨的风险；新产品、新品牌培育低于预期的风险。

盈利预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2562	3090	4023	5078
现金	442	551	664	772
应收账款	140	278	418	537
其他应收款	9	17	36	46
预付账款	108	155	202	259
存货	583	829	1048	1341
其他流动资产	1279	1260	1655	2123
非流动资产	606	539	506	472
长期投资	2	2	2	2
固定资产	379	354	326	290
无形资产	135	138	146	154
其他非流动资产	91	45	33	26
资产总计	3168	3629	4529	5550
流动负债	2018	2136	2600	3008
短期借款	0	0	0	0
应付账款	677	899	1140	1365
其他流动负债	1341	1237	1460	1643
非流动负债	102	110	90	90
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	102	110	90	90
负债合计	2120	2246	2690	3098
少数股东权益	0	0	0	0
股本	533	533	533	533
资本公积	17	17	17	17
留存收益	498	833	1290	1903
归属母公司股东权益	1048	1383	1839	2452
负债和股东权益	3168	3629	4529	5550

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	491	154	151	142
净利润	302	388	510	666
折旧摊销	31	44	46	47
财务费用	-1	-21	-25	-30
投资损失	0	0	-0	-0
营运资金变动	171	-304	-373	-552
其他经营现金流	-12	47	-7	10
投资活动现金流	-124	-5	-10	-10
资本支出	130	0	0	0
长期投资	0	0	-0	-0
其他投资现金流	6	-5	-10	-10
筹资活动现金流	-133	-40	-28	-24
短期借款	-90	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	200	0	0	0
资本公积增加	-100	0	0	0
其他筹资现金流	-143	-40	-28	-24
现金净增加额	232	109	113	108

数据来源：湘财证券研究所

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3051	4200	5518	7078
营业成本	2040	2811	3676	4705
营业税金及附加	3	0	0	0
营业费用	527	756	1010	1288
管理费用	146	202	262	338
财务费用	-1	-21	-25	-30
资产减值损失	11	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	0	0
营业利润	325	437	580	761
营业外收入	25	15	12	12
营业外支出	0	2	1	1
利润总额	349	450	591	772
所得税	47	62	81	106
净利润	302	388	510	666
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	302	388	510	666
EBITDA	355	460	601	778
EPS (元)	0.57	0.73	0.96	1.25

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	50.9%	37.7%	31.4%	28.3%
营业利润	45.1%	34.5%	32.8%	31.2%
归属于母公司净利润	46.2%	28.5%	31.4%	30.6%
获利能力				
毛利率(%)	33.1%	33.1%	33.4%	33.5%
净利率(%)	9.9%	9.2%	9.2%	9.4%
ROE(%)	28.8%	28.1%	27.7%	27.2%
ROIC(%)	43.1%	40.4%	39.4%	36.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	66.9%	61.9%	59.4%	55.8%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.27	1.45	1.55	1.69
速动比率	0.97	1.05	1.14	1.23
营运能力				
总资产周转率	1.19	1.24	1.35	1.40
应收账款周转率	18	19	15	14
应付账款周转率	3.69	3.57	3.61	3.76
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.73	0.96	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.29	0.28	0.27
每股净资产(最新摊薄)	1.97	2.59	3.45	4.60
估值比率				
P/E	23.65	18.41	14.01	10.72
P/B	6.82	5.17	3.88	2.91
EV/EBITDA	19	15	11	9

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。