

合肥三洋(600983)调研报告

——深耕变频，持续成长

可选消费/家用电器

推荐

上调评级

发布时间：2011年5月5日

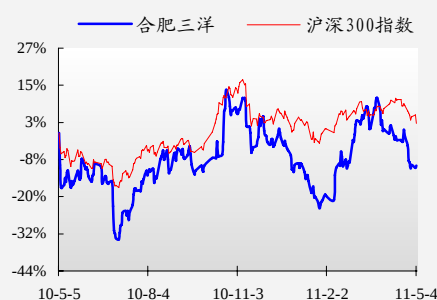
投资要点：

- **洗衣机产品结构优化，抵御成本上涨风险：**10年公司滚筒占比约为10%左右，且实现了80%滚筒和高端波轮的变频化；11年，公司洗衣机产品将主推滚筒和变频，预计全年滚筒占比将提升至15%左右，并实现全部滚筒和三分之一波轮的变频化。
- **扩产变频电机，完善产能布局：**作为洗衣机领域变频技术的领航者，公司积极挺进核心零部件制造领域；10年6月，公司南岗机电产业园一期项目竣工投产后，电机产能新增500万台，其中变频电机产能200万台；目前，二期项目已进入土地工程阶段，预计今年5月份开始建设；公司将按照分步实施方案，逐步实现变频电机年产能达到1000万台的规模，推动洗衣机行业的升级。
- **收购事件给公司品牌使用带来的风险较小：**目前，公司“三洋”品牌仍在使⽤期，预计13年到期后，续签下一个十年使用合同的概率较大；同时，公司已开始加强对自有品牌（DQUA&NEWSAN）的培育。
- **收购事件对公司所享有技术和渠道支持影响不大：**收购事件后，日本三洋作为独立的法人依然存在，与公司之间的技术合作还将持续；此外，未来公司仍将继续使用日本三洋海外渠道，积极开拓国际市场。
- **盈利预测及投资建议：**我们认为，公司2011年、2012年和2013年营业收入将分别实现42.09亿元、52.06亿元、66.57亿元，分别同比增长37.98%、23.68%和27.87%，给予EPS（稀释后）分别为0.77元、0.95元和1.21元，对应动态PE分别为16倍、13倍和10倍，估值水平偏低，投资评级由“谨慎推荐”上调至“推荐”。
- **风险提示：**原材料涨价、人民币升值。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归母 公司净 利润	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	305,065	50.89	30,229	45.83	0.57	28.83	22	
2011E	420,929	37.98	40,764	34.85	0.77	28.2	16	
2012E	520,625	23.68	50,506	23.90	0.95	26.9	13	
2013E	665,728	27.87	64,392	27.49	1.21	26.4	10	

走势图



市场数据

2011/5/5

收盘价：	12.28 元
52 周最高价：	16.10 元
52 周最低价：	8.76 元
平均持仓成本：	13.86 元

基本数据

2011Q1

总股本（万股）：	53,280
流通 A 股（万股）：	53,280
每股收益（元）：	0.17
每股净资产（元）：	2.14
每股经营现金流（元）：	0.07
市净率：	5.73

分析师：吴娜

执业证书编号：S0550511020004

TEL: (8621)6336 7000-270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wun@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

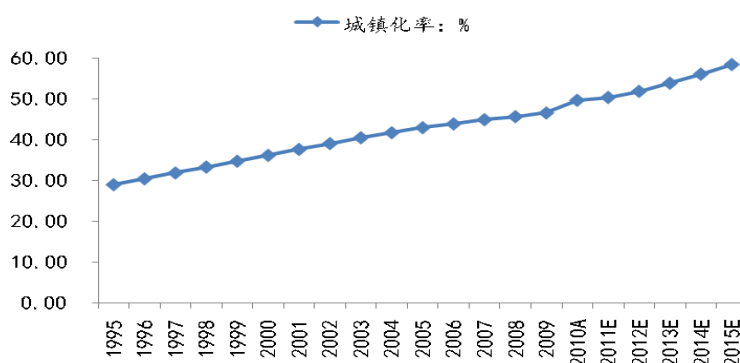
一、 洗衣机行业形势判断

(一)内销有望继续保持稳定增长

城镇化持续向前推进

除此之外，国内城镇化也在加速推进，2010 年我国城镇化率已经达到了 49.68%，较 2009 年增加了 3.09 个百分点，是历史上城镇化推进最快的一年；那么，简单分析来看，2010 年有超过 4100 万农村居民转为城镇居民。未来几年，城市所拥有的更高水平的教育、更多的工作机会及更便利的生活条件等将继续成为农村居民进城的重要动力所在，由此带来的持续城镇化也将成为家用电器增长的另一重要推动因素。

图 1：城镇化率

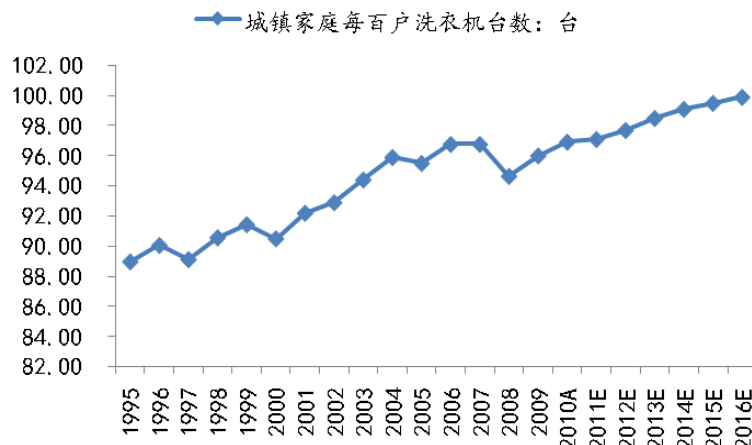


数据来源：国家统计局，东北证券。

城镇市场第二次更新小高峰有望持续到 2013 年

对于国内市场而言，目前城镇市场洗衣机普及率已经超过 96%，已经接近饱和状态，国内城镇市场普及率早在 2000 年就已经开始超过 90%。根据我们的分析，国内城镇市场洗衣机更新需求的第一个高峰是 2004 年至 2006 年，之后的第二个高峰在 2009 年政策刺激之下提前爆发，预计将持续到 2012 年，2013 年之后，国内城镇市场洗衣机更新需求增长将保持低位，预计到 2018 年前后开始迎来新一轮的更新高峰。

图 2：城镇市场洗衣机保有量



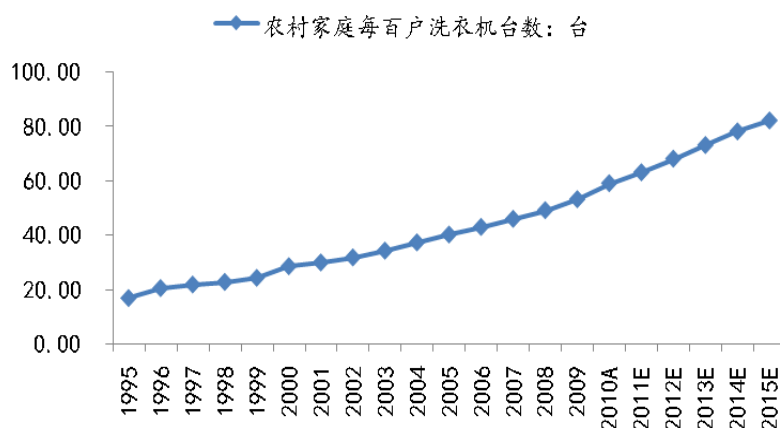
数据来源：国家统计局，东北证券。

继续看好农村洗衣机市场前景

对于农村市场而言，截止 2009 年，我国农村市场洗衣机保有量约 9471 万台（平均每百户普及率约 53.14%），预计 2010 年底约 1000 万台左右平均每百户普及率在 60% 左右。我们分析来看，2010 年，在家电下乡政策刺激之下，农村洗衣机市场潜在需求得到加速释放；那么，在政策刺激之下以及在各项配套设施加速改善的推动下，我们认为至 2013 年，农村市场洗衣机普及率将超过 70%，也就意味着 2011 年至 2013 年，国内农村洗衣机年均需求规模将超过 5000 万台，迎来新一轮的需求高峰。

同时，农村市场洗衣机相对早于其他白电产品的普及时间，因此，按照农村洗衣机平均使用寿命 13 年来看，同时受政策刺激作用，农村洗衣机市场更新需求也自 2009 年开始陆续释放，预计未来几年会保持年均 500 万台左右的更新需求规模。总体情况来看，我们认为未来几年，以首次需求为主导的农村洗衣机市场的持续增长仍将持续。

图 3：农村市场洗衣机普及率



数据来源：国家统计局，东北证券。

(二) 日本灾后产能转移以及灾后重建利于我国洗衣机出口

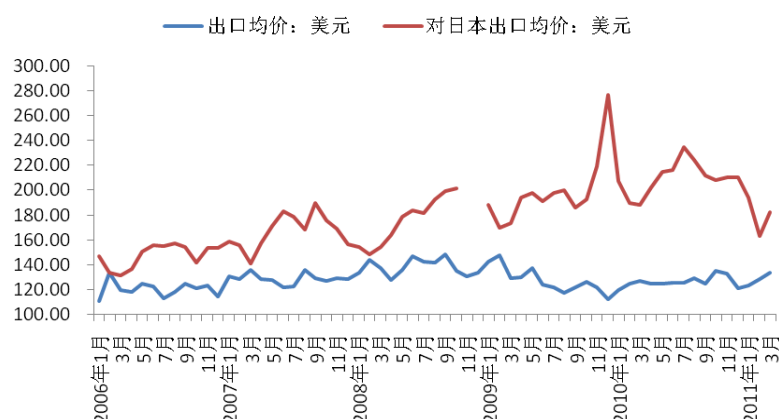
我国洗衣机出口占比约三分之一左右，其中八成以上出口到了亚洲地区。数据上来看，2010 年，我国洗衣机总出口量达到 1692.43 万台，同比增长 30.23%，占洗衣机总销量的 33.3%。今年 1 季度，洗衣机出口量为 406.62 万台，同比增长 7.06%，占洗衣机总销量的 29.32%。

从各大洲情况来看，今年 1 季度，我国对亚洲、欧洲、非洲、美洲、大洋洲的洗衣机出口量增速分别为：6.16%、1.92%、13.73%、0.48%、4.85%，对以上各大洲出口均价同比变化情况分别为：6.66%、7.19%、-1.65%、-11.1%、13.78%。

就出口国家而言，日本是我国洗衣机出口的第一大国，1 季度出口到日本的洗衣机总量约 80 万台，占出口总量比重在 20% 左右，同比增长 16.58%，高于行业出口增速；其中 1、2、3 月对日本的出口增速分别为 10.98%、20.71% 和 19.48%。

日本地震后，日本境内部分生产将可能转移到中国大陆，且灾后重建下，我国对日本地区的洗衣机出口量有望继续保持较好增长。

图 4：我国洗衣机对日本出口均价高于对所有地区出口均价



数据来源：产业在线，东北证券。

二、 积极实施“变频发展战略”，做洗衣机行业的变频引领者

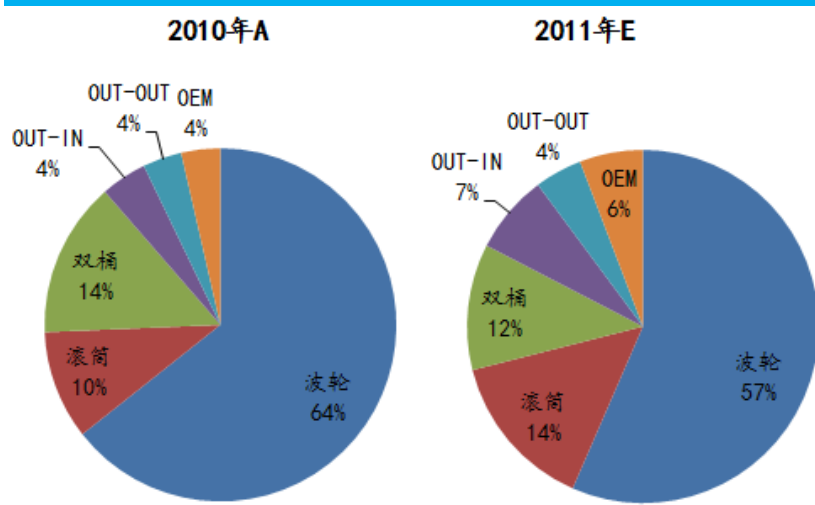
2011 年变频化率将超 30%，毛利率有望保持稳中有升

公司目前拥有 9 条洗衣机生产线，总产能 500 万台，其中 7 条波轮生产线和 2 条滚筒生产线，产能分别为 400 万台和 100 万台。10 年，公司洗衣机总销量约 280 万台左右，其中滚筒占比约 10%，我们预计，11 年滚筒销量将达到 50 万台左右，占比升至 15% 左右。

目前，公司 80% 的滚筒洗衣机和高端波轮洗衣机已经采用了变频技术。2011 年，公司将实现滚筒产品及三分之一波轮洗衣机的全部变频化，并推动微波炉等产品的变频化。我们预计公司 2011 年变频洗衣机销量将达到 150 万台左右，变频化率超过 30%。

为支持公司变频洗衣机的扩产和推广，公司拟非公开发行募资用于对现有年产 500 万台洗衣机产线进行技改升级，拟将普通洗衣机年产 400 万台降至 100 万台，而将变频洗衣机年产 100 万台提升至 400 万台。

图 5：公司洗衣机产品结构



数据来源：公司调研，东北证券。

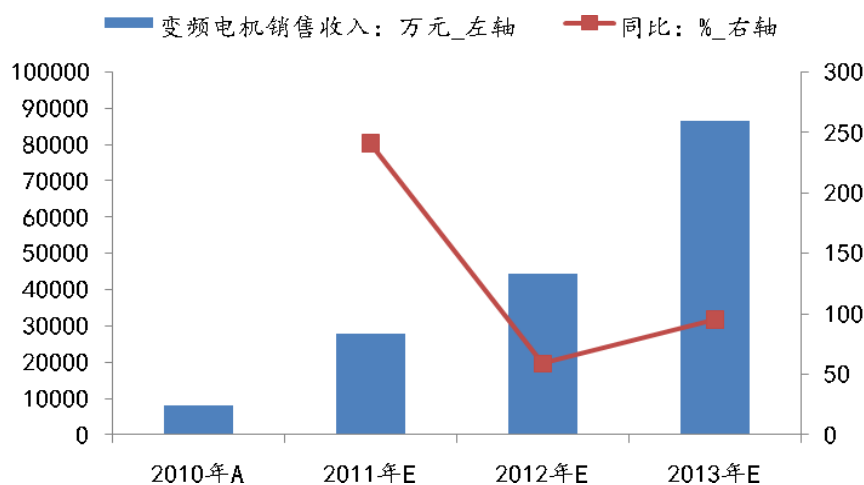
总体上来看，未来几年，公司将主推滚筒和变频洗衣机等中高端产品，凭借在洗衣机领域的技术积累以及依托日本三洋的技术支持平台，公司在洗衣机产品领域的技术创新能力将保持业内领先，同时，公司积极挺进关键核心配件领域，将为其产品创新起到了较好的支持和推动作用。综合来看，在关键配件自主生产以及产品结构持续升级之下，公司产品较高的毛利率水平有望持续保持。

变频电机产能规模逐步扩张，推动公司业绩持续较好成长

公司是洗衣机变频技术的业内领航者，并积极挺进核心零部件制造领域，逐步完善产能布局。2010年6月，公司南岗机电产业园一期项目竣工投产，一期占地430亩，一期投产后，公司电机产能新增500万台，其中变频电机产能200万台；二期项目已进入土地工程阶段，预计今年5月份开始建设；公司将按照分步实施方案，逐步实现变频电机年产能达到1000万台的规模，推动洗衣机行业的升级。

公司变频电机除自配外，还将实施对外销售。我们测算来看，公司2011年和2012年变频电机产能分别为300万台和500万台。假设2011年和2012年公司变频洗衣机销量分别为150万台和200万台，如果满产的话，那么，变频电机外销量将分别达到150万台和300万台，预计带来销售收入规模约4.5亿元左右和9亿元左右。

图6：变频电机业务收入及未来预期



数据来源：公司调研，东北证券。

三、 收购事件影响较小

依托“三洋”，“自主品牌”闪亮登场

自松下收购日本三洋之后，对于中国区“三洋”品牌存留开始引发市场的种种猜想。从实际情况来看，目前，公司与日本三洋所签署关于品牌使用的合同将于2013年到期，到期后继续签订下一个十年使用合同的可能性依然较大。

在继续使用“三洋”品牌的同时，公司也已经开始加强其自主品牌的培育。目前，“DQUA”和“NEWSAN”品牌已经开始推向市场，其中“DQUA”针对公司所有变频系列产品，“NEWSAN”则主要针对的是公司新推出的智能洁身器和空气净化器等生活电器产品。

我们认为，未来借助“三洋”品牌优势，公司自主品牌的市场培育时间将大大缩短，预计未来“DQUA”和“NEWSAN”将逐步从三洋品牌中独立出来，成为公司真正意义上的自主品牌。

与“三洋”之间的技术合作仍将持续

除了在品牌使用方面的合作，公司一直以来在加强与日本三洋在技术层面的合作，在技术上赢得了来自日本三洋的强有力的支持。尽管被松下收购，日本三洋作为一个独立的法人依然存在，公司与其之间的技术合作仍将持续，因此，收购事件不会影响公司继续享有来自日本三洋的技术支持。

另外，从松下给三洋的定位来看，三洋未来将主要集中发展太阳能、LED 等新能源产业；在对于电器等业务目前还没有细化的定论。我们分析认为，松下收购三洋后，日本三洋的一些技术人员流入合肥三洋的概率较大，而且目前，据我们了解，合肥三洋波轮洗衣机事业部就有很多来自日本三洋的技术人员。

因此，从技术层面上来讲，收购事件对于合肥三洋更多体现的是利大于弊。

继续借“三洋”海外渠道，积极开拓国际市场

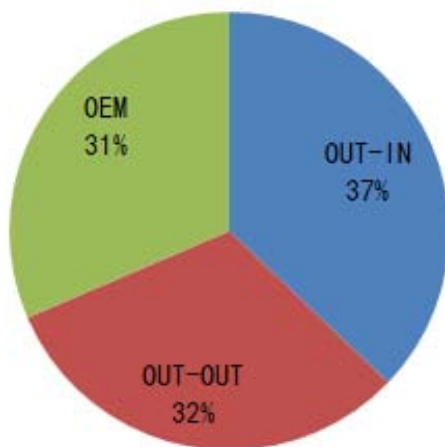
2010 年，公司洗衣机出口总量为 31.9 万台，其中 OUT-IN(返销日本)、OUT-OUT(日本海外)、OEM (伊莱克斯和惠而浦) 三大来源各占三分之一。2011 年，公司出口将继续依赖上述三大来源，我们从产业在线数据来看，1 季度公司洗衣机出口总量为 13.3 万台，较去年 1 季度的 4.3 万台同比增长 210.7%；预计全年公司洗衣机出口总量将达到 60 万台左右。未来，随着日本三洋家电制造基地的海外转移，公司已经凭借其良好的业绩表现成为日本三洋首选海外生产基地。

OUT-IN: 公司 OUTIN 是自 2009 年 11 月份开始供货，2010 年供货量约 11.8 万台。2011 年将在一增一减下基本不会有太明显变化。具体而言，增量是来自于日本三洋的产能转移，我们认为，在地震影响、以及整合之后松下处于成本节约等方面的考虑，会将生产逐步转移给合肥三洋，这部分增量规模不会很大（总量也就几十万台）；再者就是由于松下减少在日本对三洋品牌的投入，甚至要减少未来在市场上的销售所带来的减少。总体而言，在上述一增一减之下，预计 OUTIN 总体上变化不会很大。我们预计 2011 年公司 OUT-IN 会达到 20-30 万台，同比增长 200% 左右。

OUT-OUT: 2008 年开始，公司借助日本三洋的海外渠道开始其他海外市场的拓展，并于 2008 年 5 月份开始进入印尼市场（之前是日本三洋和越南三洋直接出口市场），也是公司全面承接日本三洋在东南亚市场的开始；并之后保持每年 10 至 15 万台的销量规模。并购事件后，合肥三洋仍将继续使用日本三洋的海外渠道进行出口，预计这一部分会继续保持较好增长。

OEM: 最后是 OEM 业务。公司要 OEM 客户是伊莱克斯和惠而浦；2010 年公司 OEM 销量约 10 万台左右，实现 300% 的增长。公司成立 OEM 事业部，积极推动未来 OEM 销量的持续增长。

图 7: 公司出口业务构成



数据来源: 公司调研, 东北证券。

四、 微波炉业务增长空间有限

近几年, 微波炉市场在刚性需求的支撑下, 每年市场销量在 900 至 1000 万台; 而从微波炉使用寿命来看, 未来几年国内微波炉市场将进入更新换代时期, 微波炉市场也将逐步恢复增长。

目前, 公司微波炉只有一条生产线, 年产能 50 万台左右; 2010 年产量 30 万台左右, 2011 年可以达到 50 万台, 未来也就 100 万台的平台, 增长空间有限。

五、 涉足冰箱、生活电器等新产品领域, 瞄准多元化发展之路

“DQUA”冰箱业务预计将于 2012 年产生收益

公司自 2004 年就有进入冰箱行业的计划, 受外部因素影响, 至 11 年, 公司以自有品牌“DQUA”全面开始冰箱生产, 产品预计明年 5 月份推出, 第一期产能规模为 100 万台, 预计后期会继续扩产。历经多年的准备和积累, 公司在冰箱领域已有相对较为充足的技术和人才储备, 对于公司冰箱业务的迅速开展提供了有力保障。从冰洗行业利润率对比来看, 冰箱行业有着更高的利润率。我们认为公司冰箱业务将于 2012 年开始逐步形成收益, 成为公司新的业绩增长点。

空气净化器、智能洁身器产品正式推出

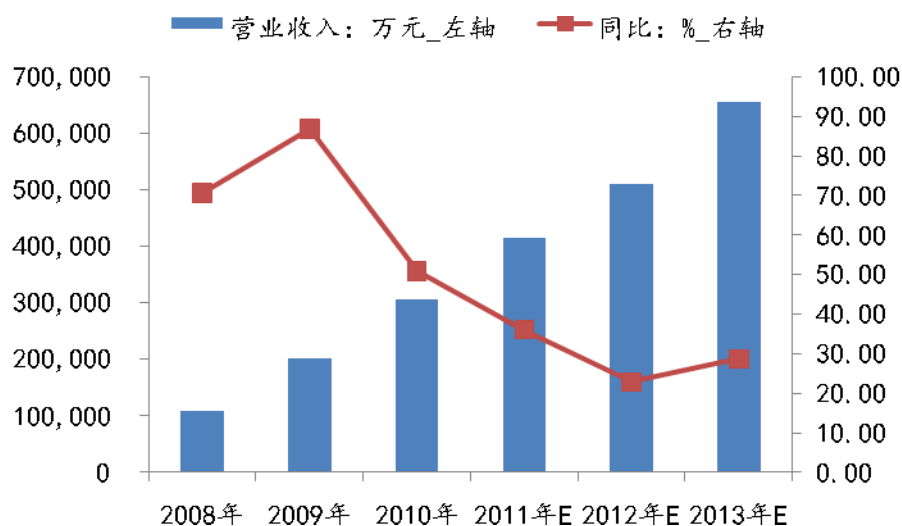
公司生活电器将以“NEW-SAN”品牌推向市场, 目前主要是空气净化器和智能洁身器, 当前还处于产品导入期, 预计 2011 年公司此类生活电器将主要用来做赠品, 因此, 全年预计不会产生太多收益。但我们认为, 空气净化器和智能洁身器等生活电器的推出, 丰富了公司产品的品类, 培育了新的增长点。

六、 2011 年 40 亿以上收入目标不难实现

2010 年是公司“3351”发展战略实现第三年, 全年公司实现营业收入 30 亿, 同比增

长 50.9%；净利润 3.02 亿元，同比增长 46.2%。2011 年是公司“3351”战略规划的新起点，公司将凭借自身技术优势，优化产品结构，扩大滚筒和变频洗衣机产销规模，同时提升电机产能和外销规模，全年争取实现 40 亿元以上的销售收入，再上新的台阶。

图 8：公司收入规模及未来增长预期



数据来源：公司公开资料，东北证券。

七、 盈利预测和投资建议

我们认为，未来几年，公司洗衣机业务在产品结构持续优化推动下仍将保持较好的增长，并有望保持较好的毛利率；同时，随着变频电机产能的逐步释放，电机销售收入也将实现较快的增长。那么，综合考虑下，我们认为，公司 2011 年、2012 年和 2013 年营业收入将分别实现 42.09 亿元、52.06 亿元、66.57 亿元，分别同比增长 37.98%、23.68% 和 27.87%，给予 EPS（稀释后）分别为 0.77 元、0.95 元和 1.21 元，对应动态 PE 分别为 16 倍、13 倍和 10 倍，估值水平偏低，投资评级由“谨慎推荐”上调至“推荐”。

八、 主要风险因素

- 1) 原材料涨价；
- 2) 人民币升值。

表：利润表（预测：万元）

	2010 年 A	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
营业收入	305,065	420,929	520,625	665,728
营业成本	204,021	280,292	346,013	441,633
营业税金及附加	285	414	513	658
销售费用	52,685	72,905	90,276	115,570
管理费用	14,552	20,205	25,094	32,155
财务费用	-122	-210	-156	-200
资产减值损失	1,129	842	1,041	1,331
投资净收益	-13.83	0	0	0
营业利润	32,502	46,483	57,843	74,581
营业外收入	2,468.95	1,500	1,600	1,200
营业外支出	21.71	25	25	25
利润总额	34,949	47,958	59,418	75,756
所得税	4,720.23	7,194	8,913	11,363
净利润	30,229	40,764	50,506	64,392
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	30,229	40,764	50,506	64,392
基本每股收益：元	0.57	0.77	0.95	1.21
稀释每股收益：元	0.57	0.77	0.95	1.21

数据来源：东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。