

证券研究报告
买入，维持

惠而浦（600983）

2015，重启高成长

陈子仪 SAC执业证书编号：S0850511010026
宋伟 SAC执业证书编号：S0850514080003

海通证券研究所
2014年12月31日



海通证券股份有限公司
HAITONG SECURITIES CO.,LTD.

目录

1 惠而浦全球简介.....	3
2 中国区业务整合：优势互补 再创辉煌.....	12
3 同业竞争业务整合将大幅提升收入规模.....	31
4 承接海外产能转移空间巨大.....	36
5 盈利预测与投资建议.....	42

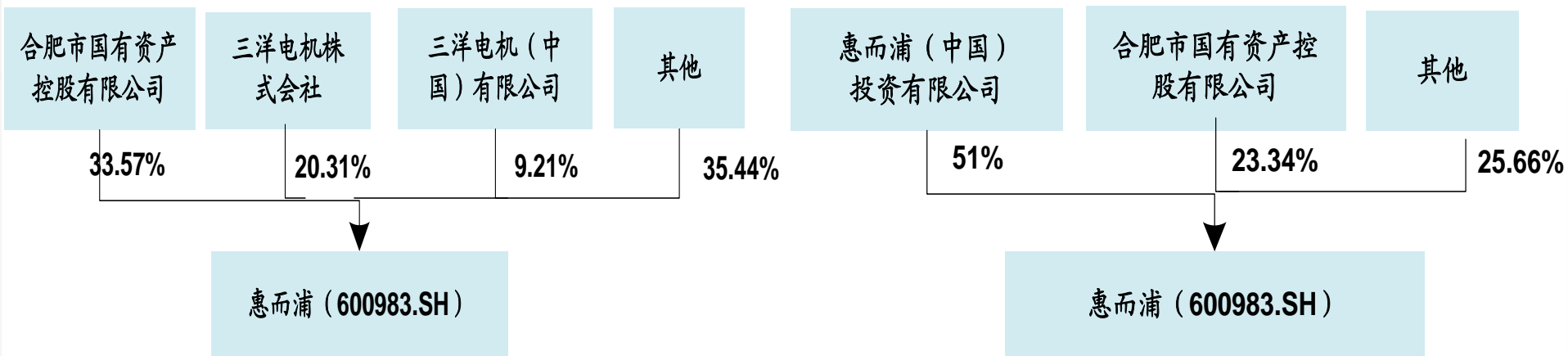
1 惠而浦集团业务简介

1.1 “合肥三洋” 更名为 “惠而浦”

2014年9月15日公司收到中国证监会《关于核准合肥荣事达三洋电器股份有限公司非公开发行股票批复》。惠而浦（中国）投资受让日本三洋股权以及认购合肥三洋非公开发行新股，以34亿元人民币获得合肥三洋51%股权，成为控股股东。合肥市国资委持股比例下降至23.34%，为第二大股东。三洋电机全面退出。2014年12月13日证券名称由“合肥三洋”变更为“惠而浦”。

惠而浦（中国）投资控股前股权结构

惠而浦（中国）投资控股后股权结构



资料来源：《合肥三洋：2013年非公开发行A股股票预案》，海通证券研究所

1.2 惠而浦集团为公司实际控制人

惠而浦集团通过全资子公司持有惠而浦（中国）投资有限公司100%股权，进而持有惠而浦（600983）51%股权，是公司的实际控制人。

惠而浦集团为公司实际控制人



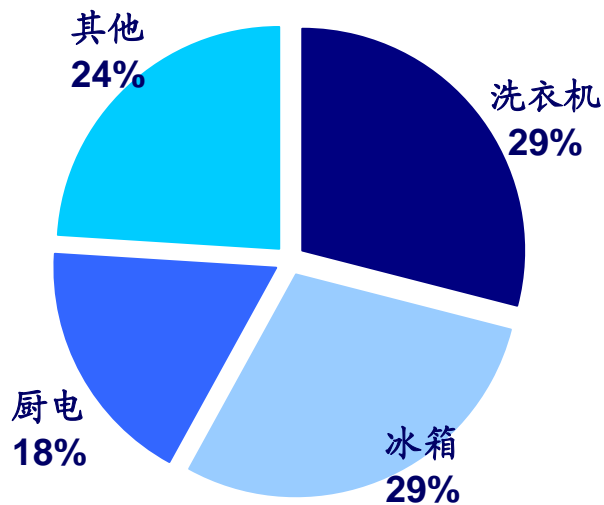
资料来源：《合肥三洋：2013年非公开发行A股股票预案》，海通证券研究所

1.3 惠而浦集团与公司业务高度重合

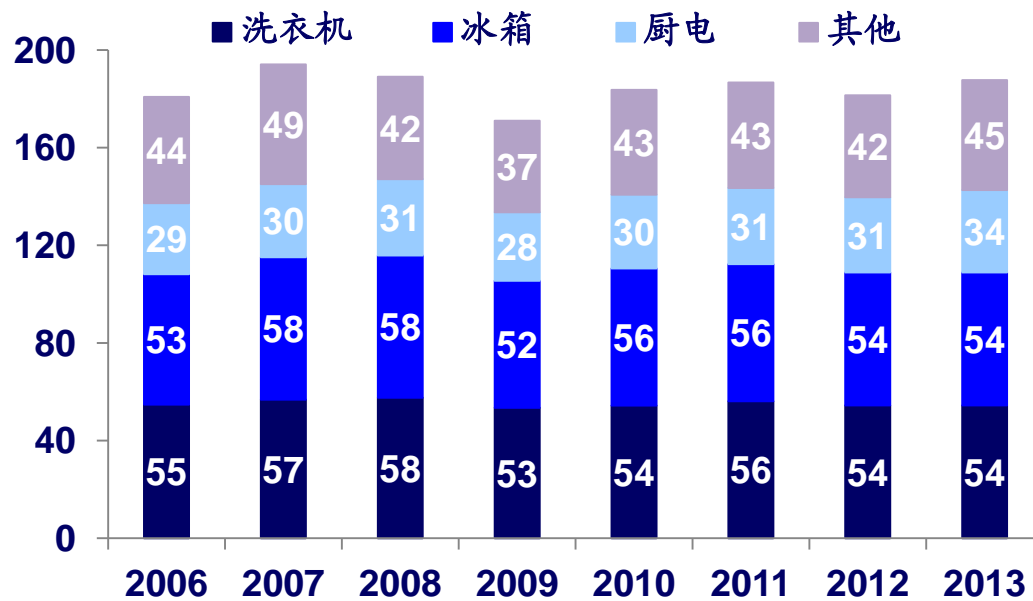
按产品划分，2013年惠而浦洗衣机、冰箱、厨电及其他产品的销售额分别为54亿、54亿、34亿和45亿美元，占比分别为29%、29%、18%和24%。

从业务结构看，惠而浦集团与公司的业务重合度高达70%以上，意味着短期可承接的产能转移空间巨大。

2013年惠而浦分产品收入结构



2006-13年惠而浦分产品收入趋势（亿美元）



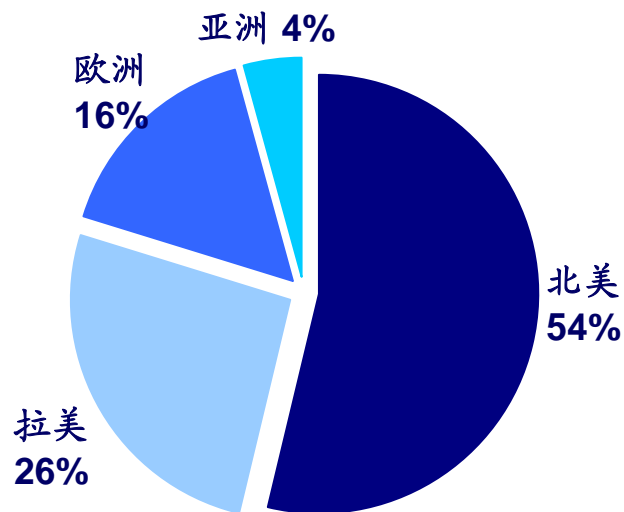
资料来源：惠而浦年报，海通证券研究所

1.4 惠而浦集团全球分产品/地区销售情

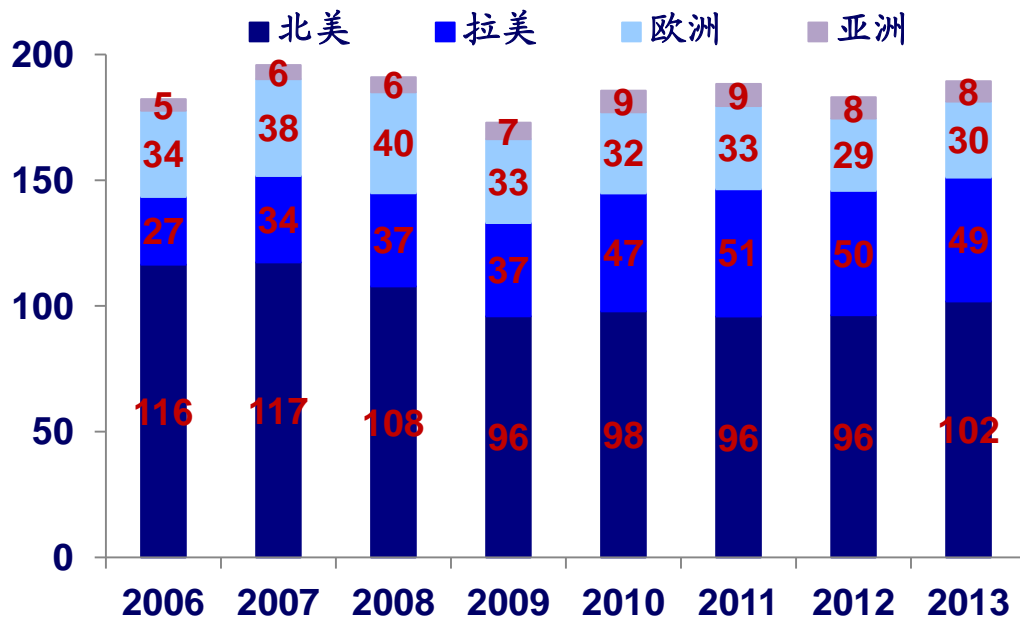
按区域划分，2013年惠而浦集团在北美、拉美、欧洲和亚洲地区的销售额分别为102亿、49亿、30亿和8亿美元，占比分别为54%、26%、16%和4%。

2006-13年，北美、欧洲等成熟市场的销售额有所下降，拉美、亚洲等新兴市场销售额有所提升。

2013年惠而浦分区域收入结构



2006-13年惠而浦分区域收入趋势 (亿美元)

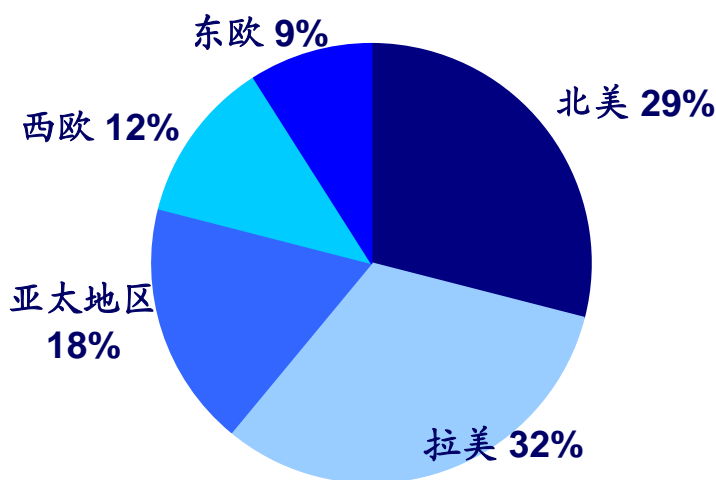


1.5 惠而浦集团全球产能分布

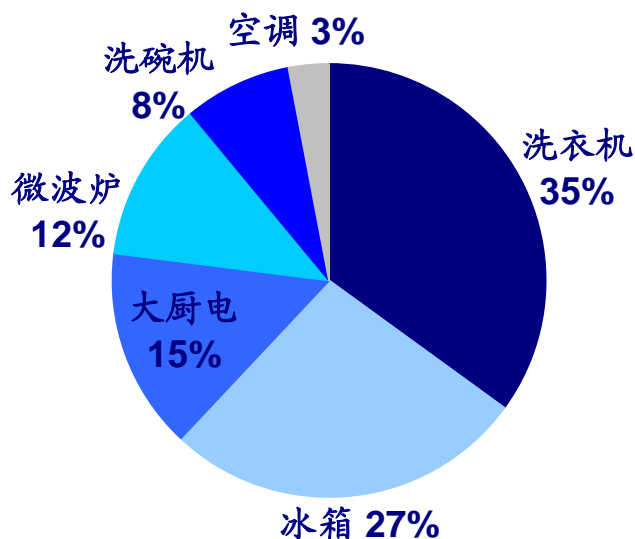
目前，惠而浦在全球拥有**47**个生产基地，**26**个研发中心和**4**个设计中心，产品涉及洗衣机/干衣机、微波炉、冰箱、空调、烟机、灶具、洗碗机及家庭厨房垃圾处理机等。

其中，北美、拉美是惠而浦最主要生产基地，产能占比分别为**29%**、**32%**，其次为亚太、西欧和东欧；洗衣机、冰箱合计占产能的**62%**，其次为大厨电、微波炉、洗碗机、空调等。

2012年惠而浦分区域产能结构



2012年惠而浦分产品产能结构



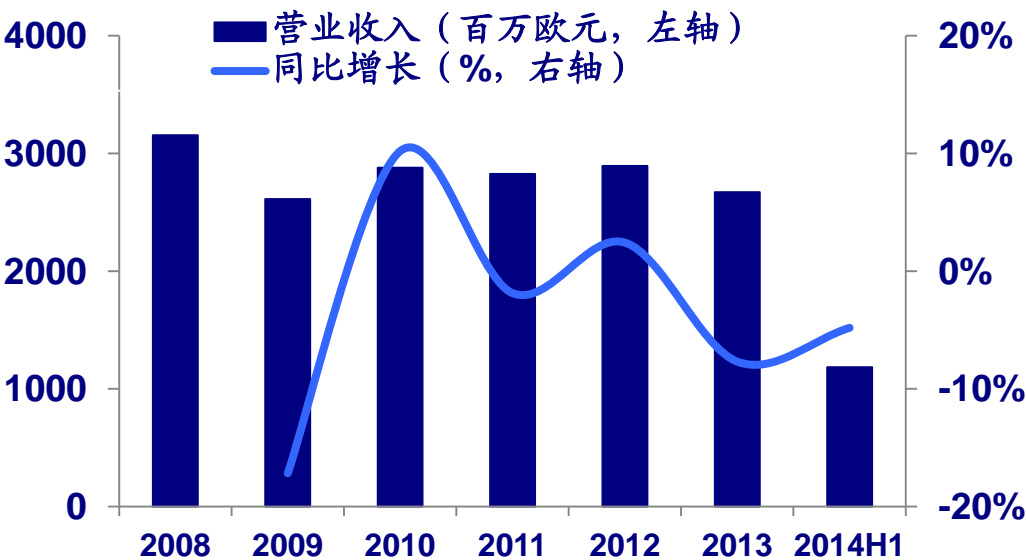
1.5 惠而浦集团全球产能分布

	生产国	生产地	产品		生产国	生产地	产品
北美	美国	爱荷华州	冰箱、制冰机	欧洲、 中东和 非洲	法国	Amiens	烘干机
		俄亥俄	洗衣机、烘干机、冰柜、 洗碗机、搅拌机等		意大利	Trento、 Siena	冰箱、冰柜
		田纳西州	烤炉、灶具、烤箱			Cassinetta	冰箱、灶具、烤箱
		俄克拉荷马州	烤炉			Naples	洗衣机
	墨西哥	Celaya	冰箱、烤炉、洗衣机		波兰	Wroclaw	冰箱、洗碗机、炉 灶、烤箱
		Monterrey	冰箱、洗衣机、压缩机		斯洛伐克	Poprad	洗衣机
		Ramos Arizpe	冰箱		瑞典	Norrkoping	微波炉
				南非	Isithebe	冰箱	
拉美	巴西	Itaiopolis	压缩机	亚洲	中国	浙江长兴	冰箱、洗衣机
		Joinville	冰箱、冰柜、烘干机、压 缩机、净水机			广东顺德	微波炉
		Manaus	空调、微波炉、洗碗机		印度	Faridabad、 Pune	冰箱
		Rio Claro	洗衣机、烤炉			Pondicherry	洗衣机

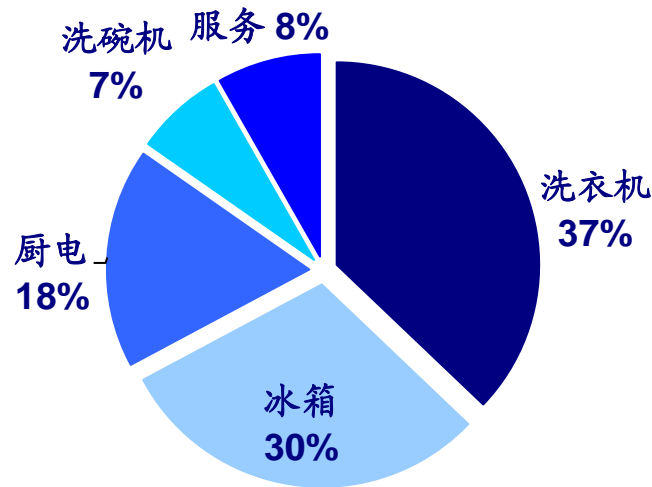
1.6 惠而浦收购意黛喜，加快全球布局

2014年7月11日，惠而浦宣布将以7.58亿欧元（约合66.35亿人民币）收购意黛喜60.4%股权，交易将在今年年底前完成。意黛喜是欧洲领先的家用电器制造商和分销商，主营产品包括洗涤、制冷、厨电三大类，旗下有阿里斯顿和意黛喜两大国际品牌，以及三个区域性品牌。2014上半年意黛喜营收为11.84亿欧元，同比下滑4.82%，净利润亏损90万欧元，去年同期为亏损1720万欧元。

2008-14H1年意黛喜营收及增长情况



2013年意黛喜分产品收入结构

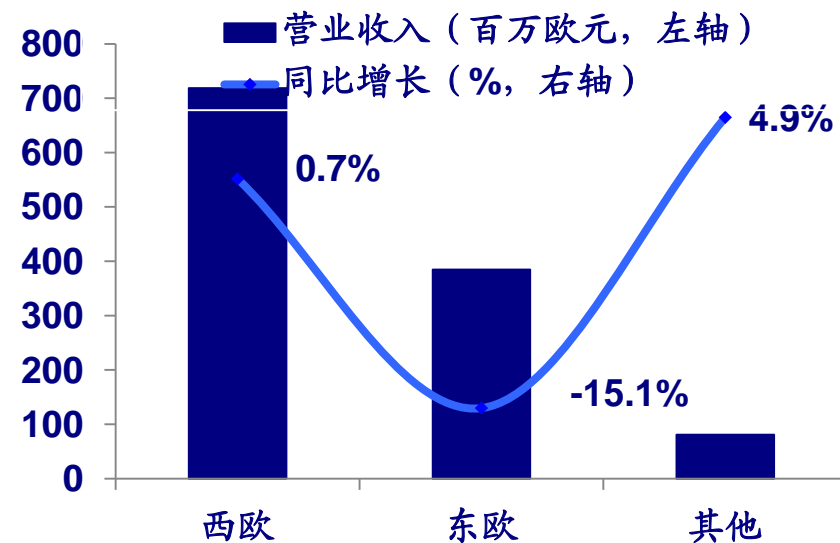


1.6 惠而浦收购意黛喜，加快全球布局

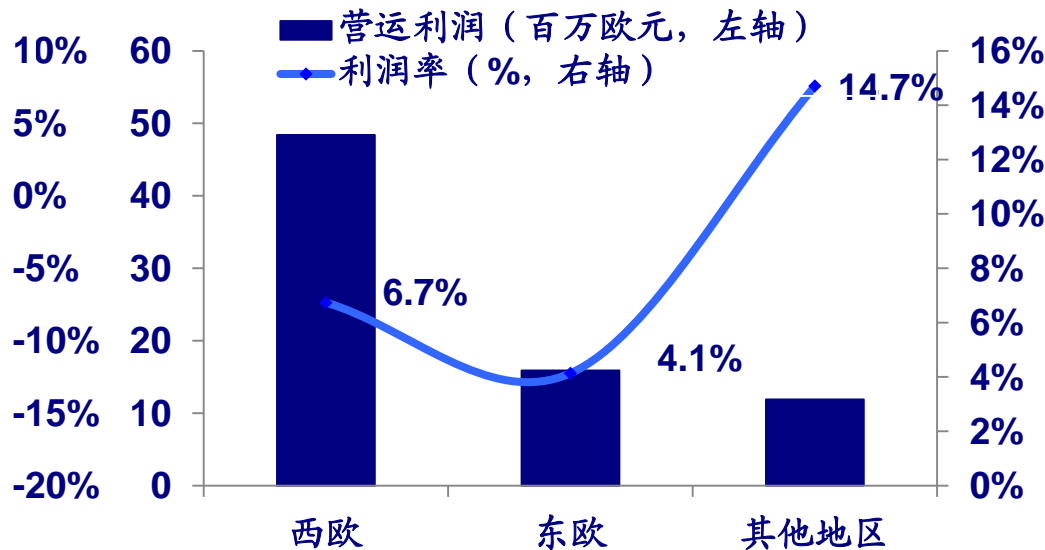
意黛喜的营收主要来自西欧、东欧地区，合计占比93%，但收入有所下滑，利润率较低；其他地区收入占比较小（7%），增长相对较好，且利润率较高（14.7%）。中国市场仅有部分进口意黛喜产品销售。

我们认为，惠而浦收购意黛喜，1) 反映惠而浦正加快全球布局；2) 意黛喜的产能主要在欧洲，在收入和利润率下滑背景下，同样面临产能向低成本地区转移问题，这或将为公司带来增量订单。

2014上半年意黛喜分区域收入及增长率



2014上半年意黛喜分区域营运利润及利润率

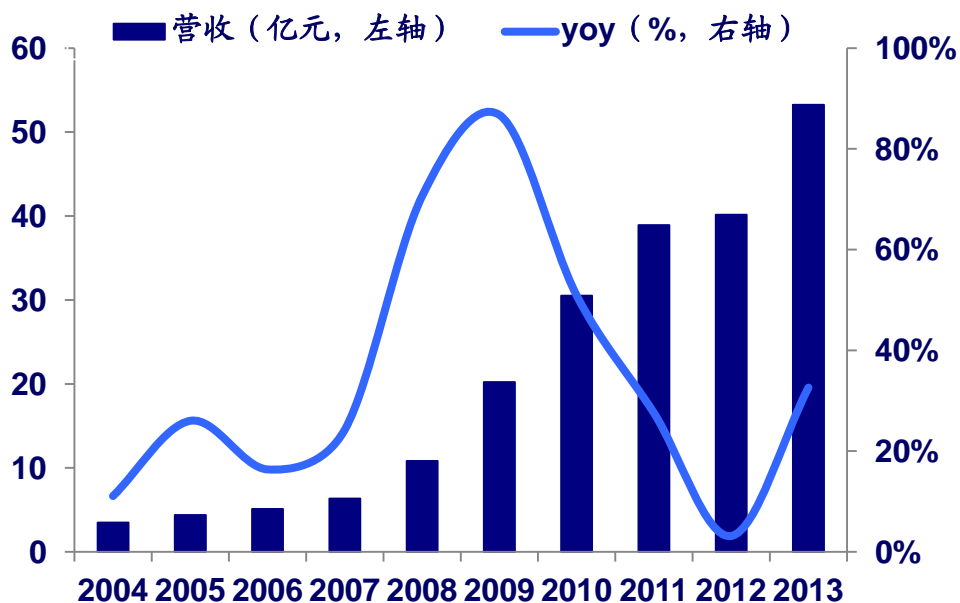


2 中国区业务整合：优势互补 再创辉煌

2.1 合肥三洋：优秀的成长经历

公司原名合肥三洋，自2004年上市以来，营收和净利润均实现快速增长，04-13年营收从3.48亿增长至53.25亿元，CAGR为35%；净利润从0.32亿增长至3.63亿元，CAGR为31%。

2004-13年合肥三洋营收CAGR达35%



2004-13年合肥三洋净利润CAGR达31%

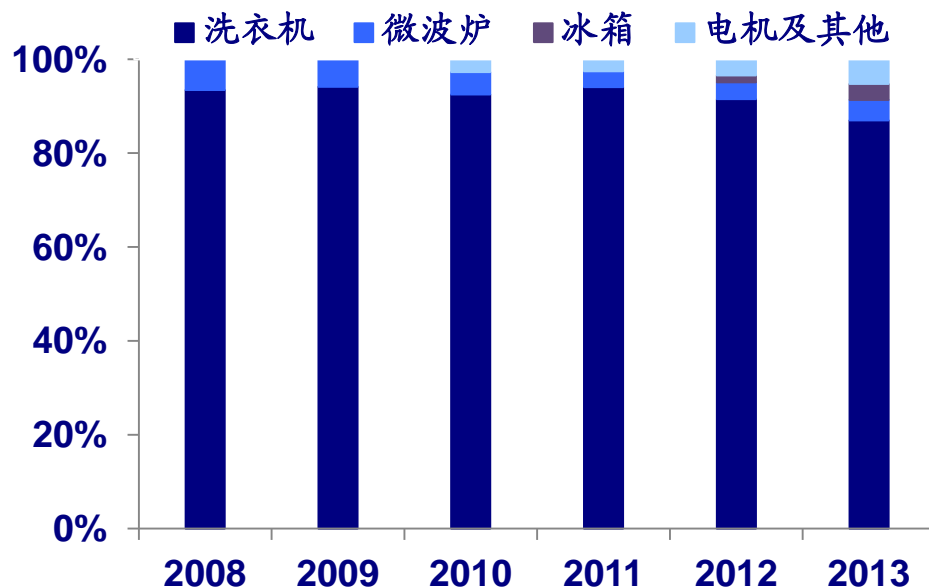


2.1 合肥三洋：优秀的成长经历

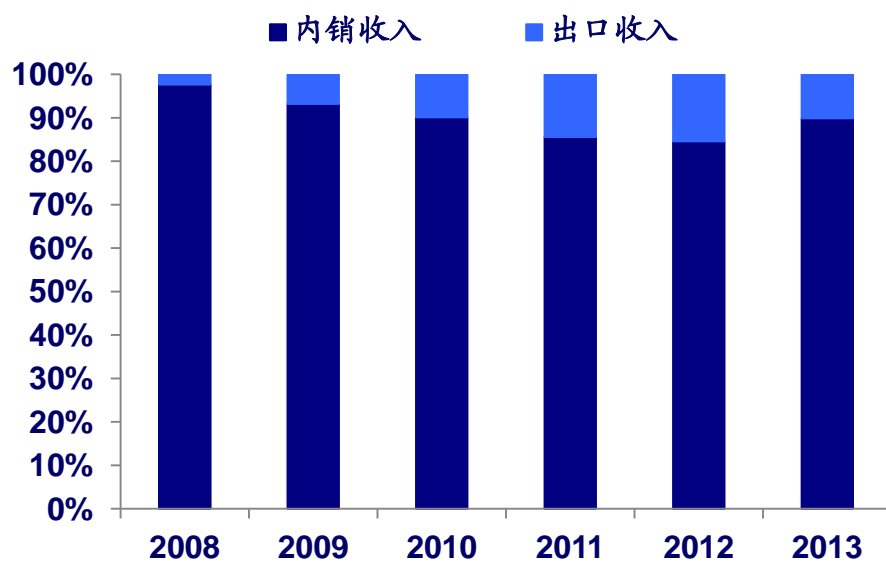
合肥三洋主要产品是洗衣机、微波炉，其中洗衣机收入占比90%以上。2010年公司开始对外销售电机，12年切入冰箱市场。13年公司洗衣机、微波炉、冰箱、电机及其他的收入占比分别为87%、4.4%、3.4%和5.3%。

2008年，公司开始接手日本三洋海外渠道（out-in项目），当年外销洗衣机3.2万台。2013年公司外销收入5.29亿元，收入占比约10%。

洗衣机占合肥三洋收入比例90%左右



内销占合肥三洋收入比例90%左右



2.2 公司拥有优秀的管理团队

公司拥有以金友华董事长为首的一批经验丰富、团结稳定、年富力强的管理团队，团队的行业平均从业年限15年以上，对全球及中国家电产业运营环境的把握和对企业经营管理具有丰富经验，公司的成功发展历程已可证明管理层的优秀。惠而浦控股后，现有管理团队保持稳定，凭借对中国市场、渠道和品牌的出色管理经验，结合惠而浦技术与品牌等优势，将实现1+1>2效果。

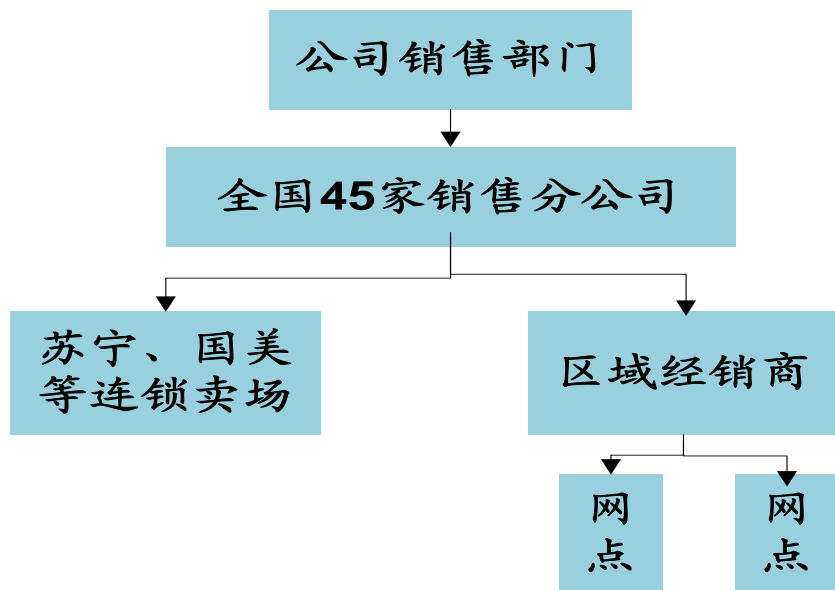
公司高管团队多年来较为稳定，经验丰富

高管	公司职务	年龄
金友华	近五年来任公司法人代表、董事长、党委书记	1965年
张拥军	近五年来曾任公司监事会主席，现任公司总会计师，董事	1966年
李建华	近五年来曾任公司行政人事副总监兼人力资源部长等，现任公司行政人事总监兼人力资源部部长、职工监事	1969年
张智	近五年来任公司常务副总裁	1970年
郑敦辉	近五年来任公司副总裁	1962年
章荣中	近五年来曾任公司销售总经理，现任副总裁。	1967年
吴存宏	近五年来曾任荣事达集团研究院院长等，现任公司副总裁	1971年
杨宇澄	近五年来曾任公司技术研究院院长等，现任公司总工程师。	1970年
方斌	近五年来任公司董事会秘书	1972年

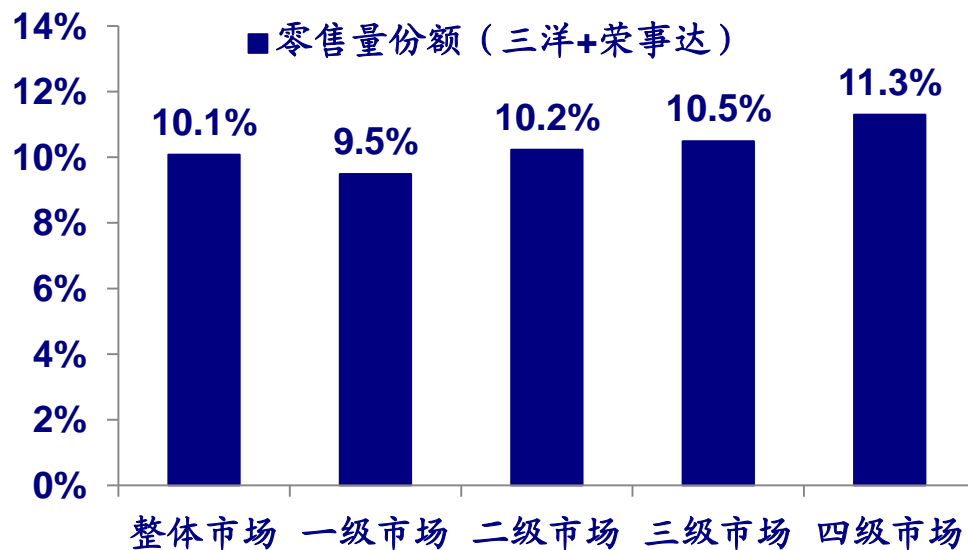
2.3 公司拥有完善的渠道布局

国内市场，公司采取连锁卖场、其他传统渠道与自建渠道相结合的方式。在一二级市场，主要与国美、苏宁等大连锁合作，进店率95%以上；在三四级市场，采用代理销售模式。目前公司在全国拥有45家销售分公司、200多家办事处、1000多家技术服务中心、20000多个销售网点。2014年以来，公司洗衣机在各级的市场份额均在10%左右，侧面说明其在全国各级市场渠道布局较为完善，这将有效弥补惠而浦在国内渠道上的不足。

合肥三洋渠道结构



三洋和荣事达洗衣机在各级市场均有完善覆盖

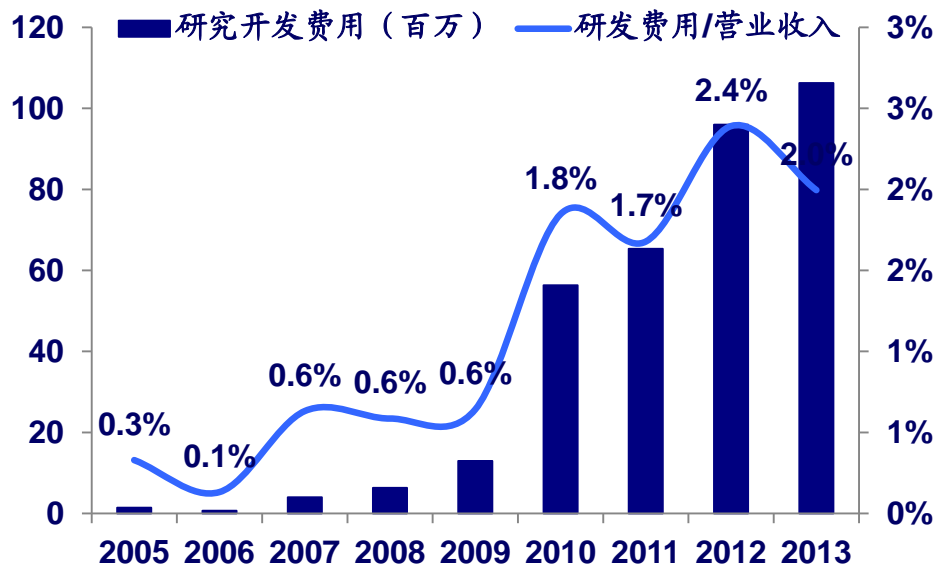


2.4 公司具有较强的研发实力

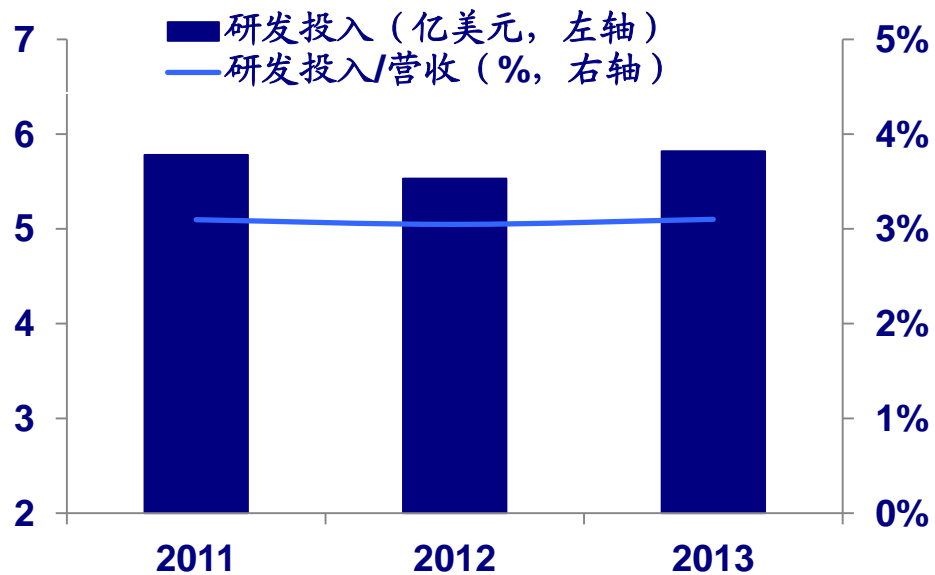
公司前期主要依靠对三洋技术的引进吸收，研发费用投入较少。新管理团队到任后，为提升自身研发实力与持续竞争力，2010年起逐渐加大研发投入，研发费用占收入比例维持在2%以上。近年来公司品牌和产品多元化发展导致研发投入增加。目前，公司在变频电机、程控器等产品上具备较强的技术优势。

若融合惠而浦集团全球领先的产品技术，将进一步提升公司的产品竞争力。

2005-13年合肥三洋研发费用投入快速增长



公司每年的新品数量和专利数逐年攀升



2.5 惠而浦擅长多品牌、多品类运作

与惠而浦整合后公司同时拥有“三洋”、“帝度”、“荣事达”和“惠而浦”四个品牌，其中“帝度”和“荣事达”高低搭配，“惠而浦”品牌侧重中高端市场，“荣事达”品牌侧重中低端市场；“三洋”品牌授权将于2016年12月31日到期，目前主要为“帝度”品牌背书。惠而浦集团在全球化经营中积累了大量多品牌多品类运营的宝贵经验，公司将受益于惠而浦的经验输出。

合肥三洋的品牌定位

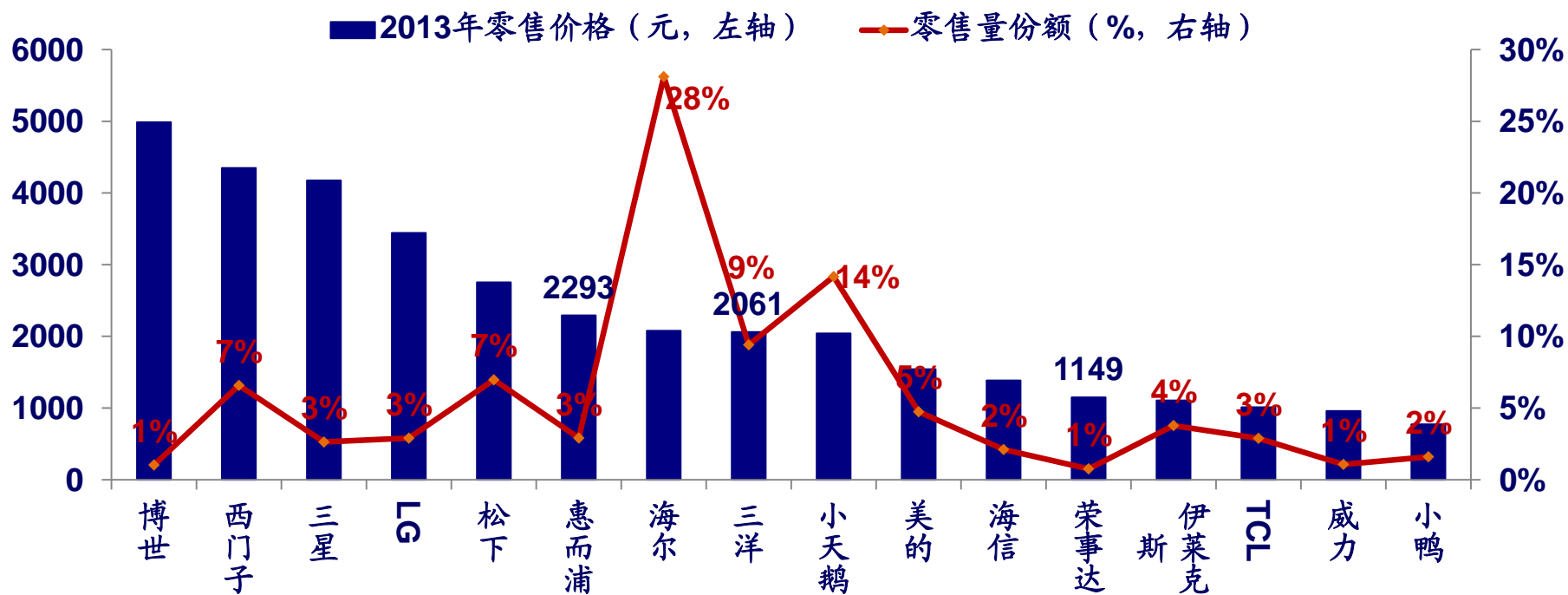
品牌	产品定位	白电	厨电	生活电器
三洋	为帝度背书	洗衣机	电磁炉	
帝度	高端市场	洗衣机、冰箱	电磁炉、电饭煲	空气净化器、洁身器等
荣事达	中低端市场	冰箱、洗衣机	电磁炉	
惠而浦	中高端市场	冰箱、洗衣机、空调	多品类	多品类

资料来源：公开资料整理，海通证券研究所

2.6 洗衣机市场的品牌定位

目前，公司拥有三个洗衣机品牌：三洋帝度、惠而浦、荣事达，其中三洋帝度和惠而浦产品侧重中高端市场，荣事达侧重中低端市场。2013年洗衣机业务营业收入40.23亿元。按中怡康数据，2013年公司三个品牌洗衣机的销量份额合计约13%。

国内市场不同品牌洗衣机的零售均价与零售量份额对比



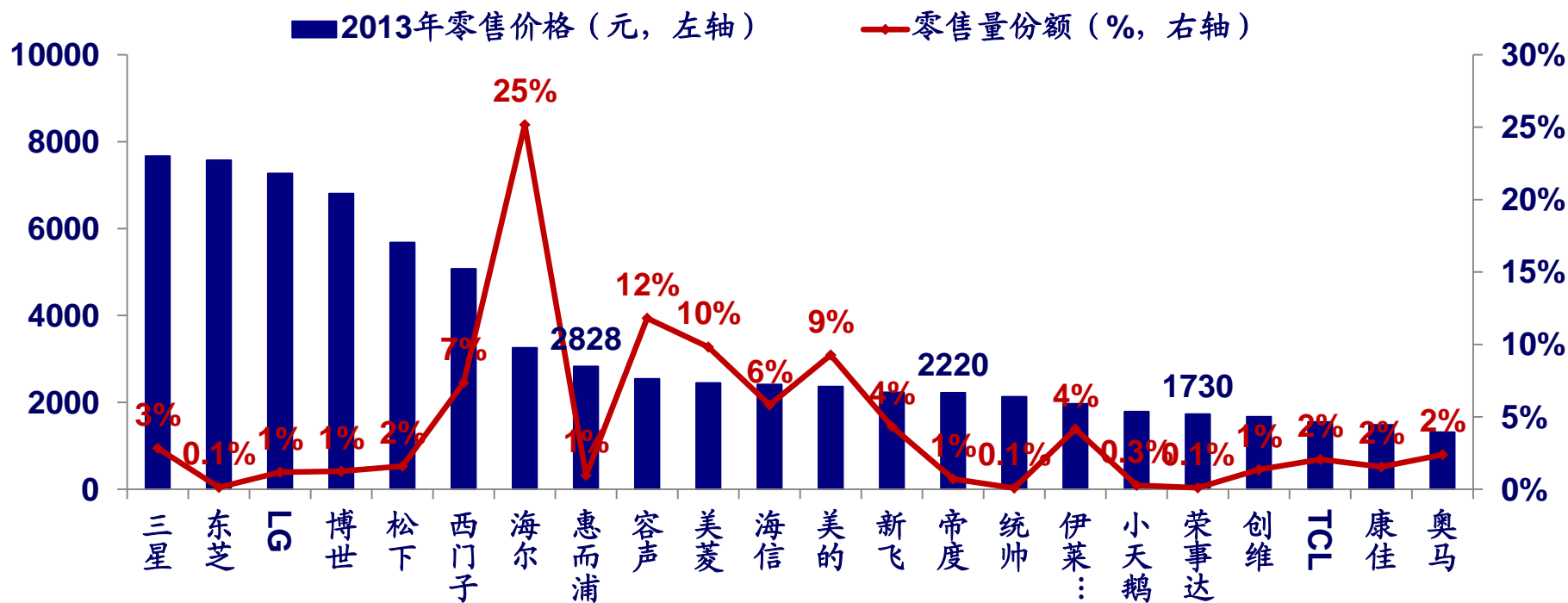
2.6 洗衣机市场的品牌定位

- ▶ **三洋帝度**：目前多采用“三洋帝度”双品牌，“三洋”主要为“帝度”品牌背书。产品侧重中高端市场，2013年产品零售均价2061元，与海尔、小天鹅相当，处于行业平均水平；13年销量份额约9%，仅低于海尔、小天鹅；未来帝度将主攻高端市场，主要竞争对象为海尔、小天鹅等国内主力品牌；
- ▶ **荣事达**：产品侧重中低端市场，2013年产品零售均价1149元，低于主流国内品牌，高于大部分小品牌；13年销量份额约1%，份额较低。未来荣事达将主攻中低端市场，丰富产品线，主要竞争对手为主流国内中低端品牌；
- ▶ **惠而浦**：产品侧重中高端市场，2013年产品零售均价2293元，高于国内品牌，但低于主流国际品牌；13年销量份额约3%，低于松下、西门子等外资品牌，与伊莱克斯、三星、LG的份额相当。未来惠而浦将主攻国内中高端市场，丰富产品线，主要竞争对象为西门子、三星等国际一线品牌。

2.7 冰箱市场的品牌定位

公司2012年推出帝度品牌冰箱，加上荣事达回归，公司将拥有三个冰箱品牌：帝度、惠而浦、荣事达，其中帝度和惠而浦产品侧重中高端市场，荣事达侧重中低端市场。2012-13年公司冰箱业务营业收入2.37亿、7.62亿元。按中怡康统计，2013年公司三个品牌冰箱的销量份额合计约2%。

国内市场不同品牌冰箱的零售均价与零售量份额对比



2.7 冰箱市场的品牌定位

- ▶ **帝度**：2012年公司开始大力推广“帝度”品牌冰箱，产品侧重中高端市场，2013年产品零售价2220元，在内资品牌中位于中高水平，但低于国际品牌。13年销量份额约1%。未来帝度将主攻高端市场，主要竞争对手为海尔等国内主流品牌；
- ▶ **荣事达**：产品侧重中低端市场，2013年产品零售均价1730元，低于主流国内品牌，高于大部分小品牌；13年销量份额约1%，份额较低。未来荣事达将主攻中低端市场，丰富产品线，主要竞争对手为国内中低端品牌；
- ▶ **惠而浦**：产品侧重中高端市场，2013年产品零售均价2828元，高于国内大部分品牌，但低于主流国际品牌；13年销量份额约1%，份额较低。未来惠而浦将主攻中高端市场，丰富产品线，主要竞争对手为西门子、三星等国际一线品牌。

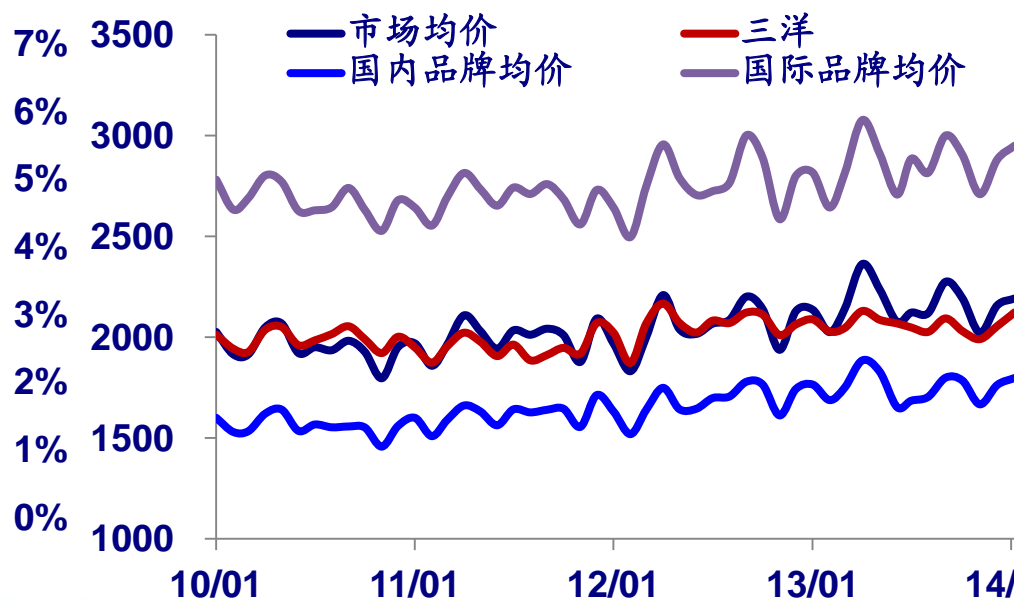
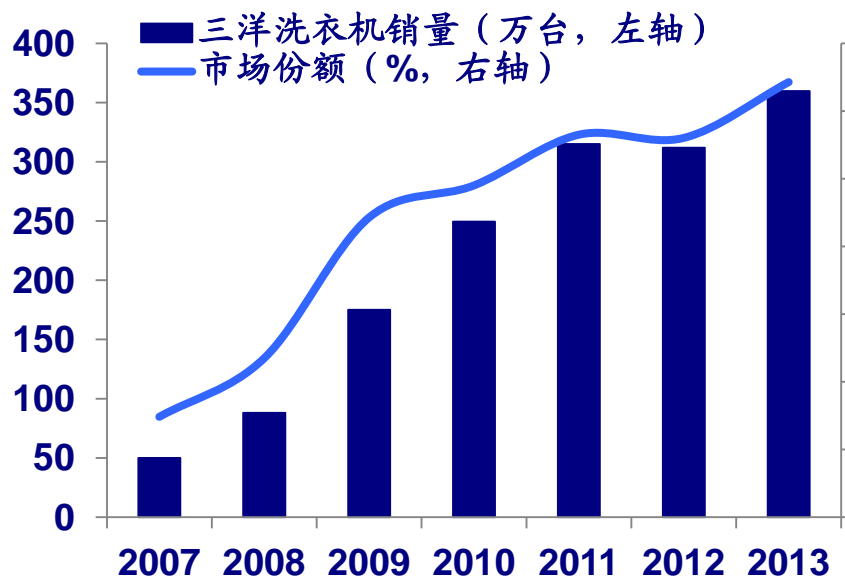
2.8 三洋品牌的辉煌成长历程

根据产业在线数据，2007-13年，三洋洗衣机销量从50万台增长至360万台，市场份额从2.3%提高至6.4%，份额仅次于海尔和美的。

根据中怡康数据，2013年，三洋洗衣机零售均价2000元左右，与行业零售均价相当，较国内品牌零售价高15-20%，较国际品牌零售价低25-30%。

2007-13年合肥三洋洗衣机份额持续提升

三洋洗衣机的零售均价与市场均价相当（元）



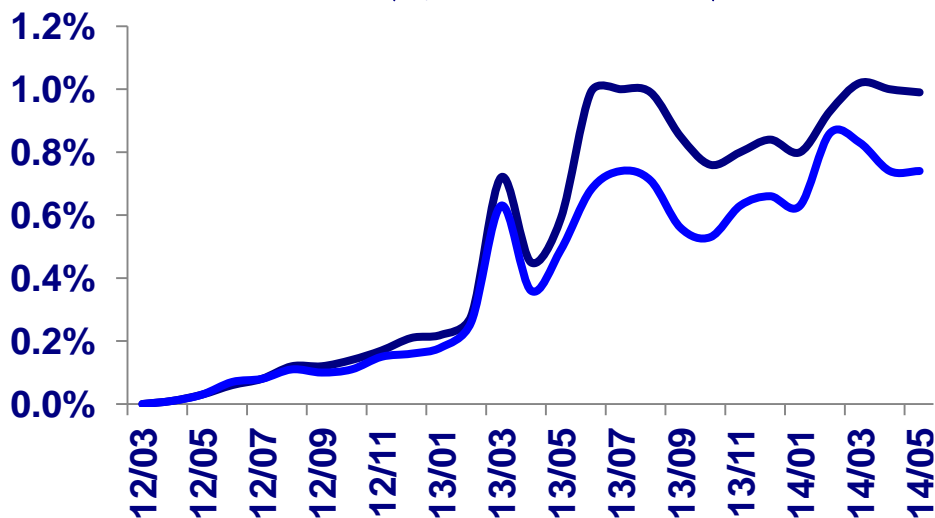
2.8 帝度有望延续三洋辉煌

帝度：承接三洋品牌的资源，发展为高端品牌

- 品牌定位：涵盖冰箱、洗衣机、微波炉等，主要面向中高端市场；
- 品牌推广：13年投入1亿多元推广费用，邀请林志玲作为品牌代言人；
- 渠道建设：13年洗衣机网点7800个、冰箱网点2500个，分销网点16310个，其中A类网点3525家；
- 收入：12Q4开始推广，13年收入超过7亿元。

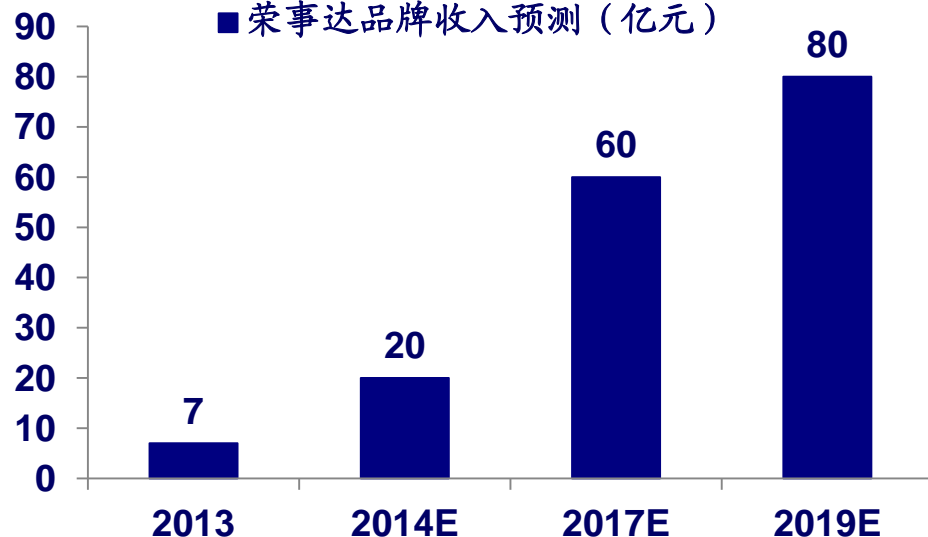
帝度品牌的渠道建设情况

— 零售量份额 — 零售额份额



帝度品牌产品收入预测

■ 荣事达品牌收入预测 (亿元)



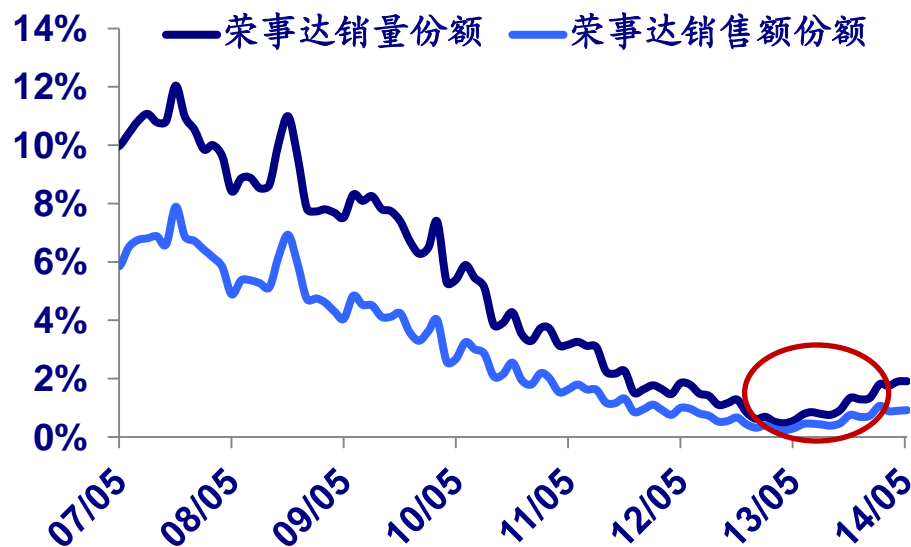
2.9 荣事达欲重塑辉煌

2008年之前，荣事达洗衣机的国内销量份额一度超过10%，品牌知名度高。

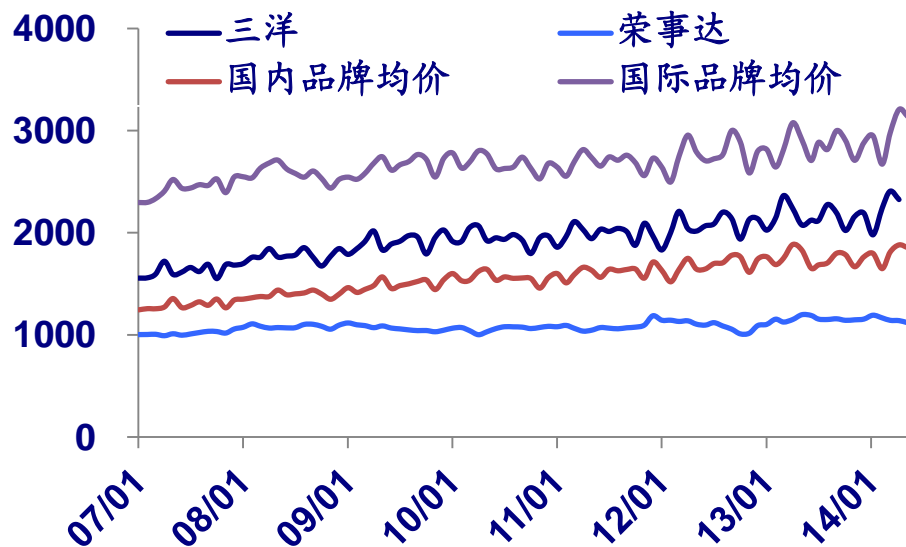
2008年美的获得“荣事达”品牌使用权，由于美的对“荣事达”品牌、产品创新投入不足，致其市场份额不断下降，产品价格较市场折价扩大。

2013年4月荣事达品牌回归后，公司通过在品牌、渠道和产品方面大力投入，市场份额开始回升，已从13年4月的0.47%上升14年5月的1.91%。由于荣事达定位中低端市场，产品价格维持在较低水平。

2007年以来荣事达洗衣机份额变动情况



荣事达洗衣机较市场折价不断扩大 (元)



2.9 荣事达欲重塑辉煌

公司制定了品牌发展5年经营规划，将在品牌宣传和渠道建设方面加大投入，将其发展为公司主要品牌之一。

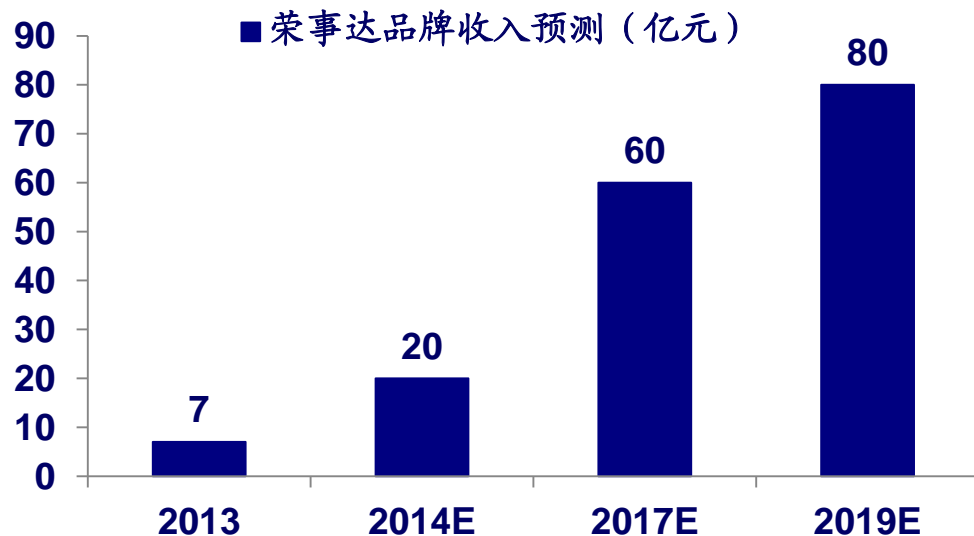
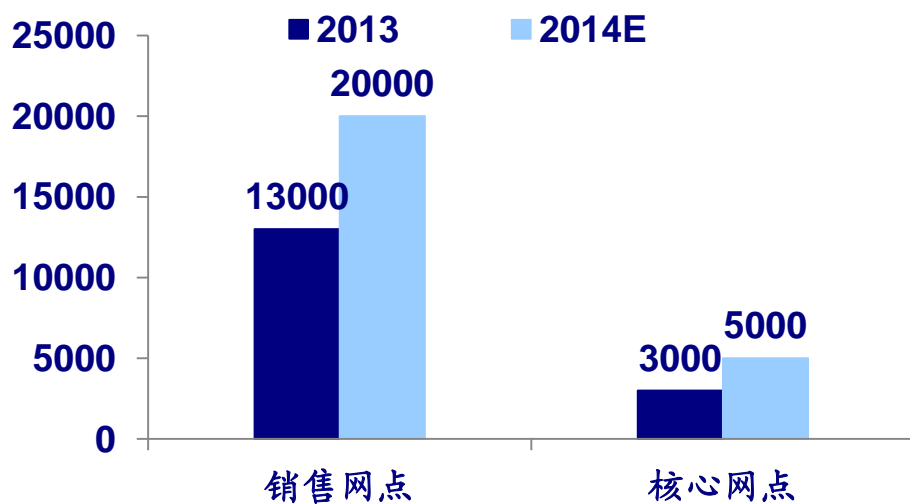
►品牌定位：涵盖冰箱、洗衣机、微波炉等，主要面向中低端、三四线市场；

►渠道建设：13年网点1.3万家，核心网点3千家；14年网点目标2万家，核心网点5千家；

►收入目标：13Q2荣事达产品推向市场，13年收入超过7亿元，14年目标收入20亿元。

近两年荣事达品牌的渠道建设情况（个）

荣事达品牌产品收入预测

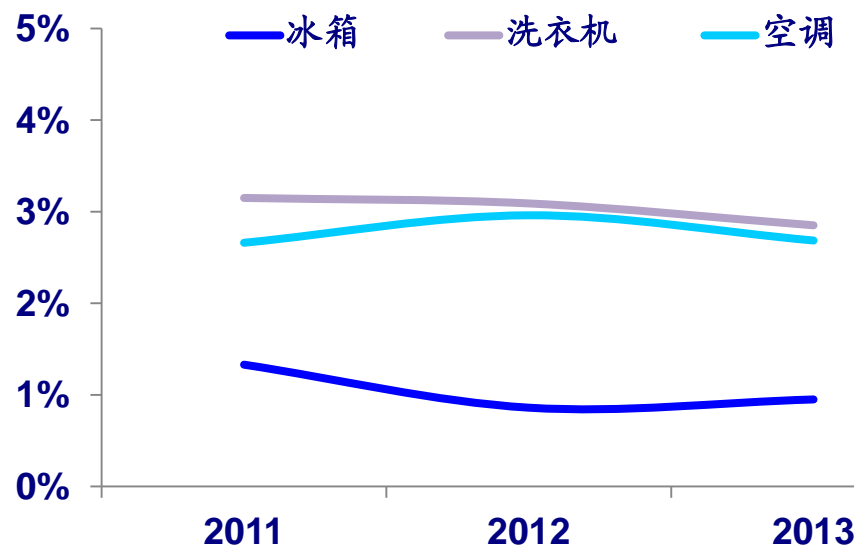
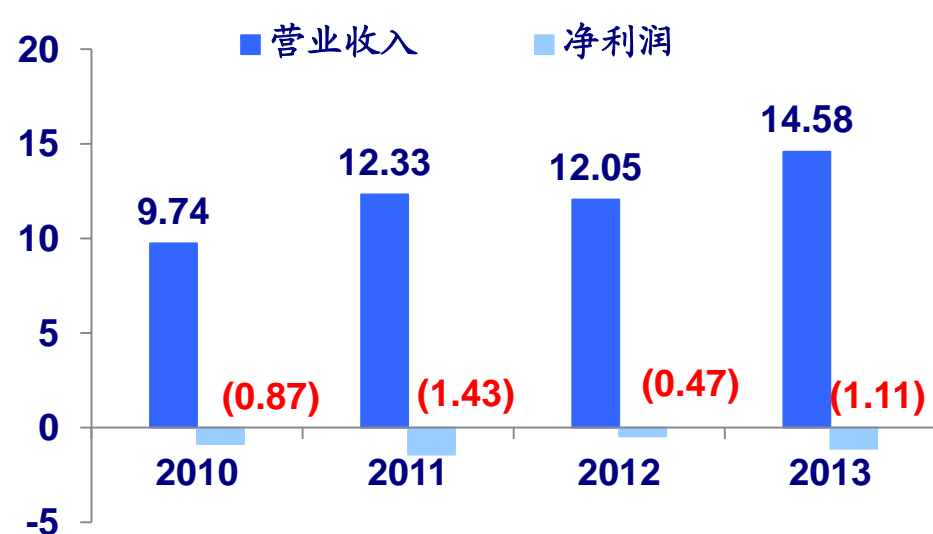


2.10 惠而浦集团中国区收入仅占全球1%

惠而浦1994年进入中国市场以来，市场开拓并不顺利，营收规模增长缓慢，2013年惠而浦在中国市场的销售额仅约14.58亿元，相当于其全球收入的1%，净利润亏损1.11亿元。惠而浦主要产品在中国市场份额较低，按中怡康统计，2013年惠而浦洗衣机、空调、冰箱的零售量份额分别为2.85%、2.68%和0.95%。

2010-13惠而浦中国市场收入和净利润（亿元）

惠而浦主要产品在中国市场的市占率



资料来源：惠而浦年报，中怡康，海通证券研究所

2.10 惠而浦在中国市场屡败屡战

惠而浦自1994年进入中国市场后，曾先后与雪花、水仙、蚬华、蓝波和海信等成立合资公司，进入冰箱、洗衣机、空调、微波炉等产品市场。但除与海信的合作外，其他合作均以失败告终。总结原因，我们认为，主要是由于惠而浦在不甚了解中国消费者需求、渠道特征等情况下，追求管理集权，导致市场定位偏差以及市场反应滞后。

惠而浦经历多次合作失利后，逐渐改变经营策略，例如其与海信的合作，惠而浦主要负责技术和研发，海信科龙负责生产管理，而销售主要由苏宁代理。尽管此合作模式难说完美，但却说明惠而浦已经开始接受放权，注重协同的更加灵活的经营模式。而且，从海信惠而浦运营情况来看，较之前合作已经有较大进步。

2.10 惠而浦在中国市场屡败屡战

惠而浦在中国市场发展历程

合作方	合作细节	结局	分析
雪花	1995年，惠而浦与北京雪花冰箱厂成立合资公司生产冰箱	1997年，以200万美元将其持有股份出售给雪花	未及时推广技术先进的无氟冰箱
水仙	1995年5月，惠而浦和上海水仙成立合资公司生产洗衣机，惠而浦持有55%股权，后上升至80%	合资公司连年亏损，2009年4月工厂关闭	管理权之争，原有水仙渠道破坏，而惠而浦渠道未建立
蚬华	1998年，惠而浦收购蚬华65%股权，后持股比例增至100%	退出中国市场，出口为主	层级繁杂，市场反应慢
蓝波	1996年，惠而浦收购蓝波空调	2000年8月将蓝波空调转让给以莱特公司	蓝波知名度低，惠而浦总部支持不足
海信	2008年4月惠而浦与海信成立合资公司生产冰箱、洗衣机等，持股50%		惠而浦负责研发和技术，海信负责制造，苏宁负责渠道

2.11 惠而浦集团与公司强强联合

我们认为，惠而浦与公司（原合肥三洋）具备较强互补性，惠而浦强于技术、品牌、规模、品类丰富等，但渠道及对市场的理解和快速响应是其弱项；公司（原合肥三洋）在国内渠道、管理、制造等方面具备优势，但也面临“三洋”品牌退出能否顺利过渡的担忧。双方强强联手，优势互补，惠而浦将化解公司潜在的品牌问题，同时获得中国本土的优秀渠道支持。

	合肥三洋	惠而浦	协同
技术	洗衣机、电机技术领先	空/冰/洗/厨电等多品类技术领先	技术互补
品牌	面临从三洋向帝度、荣事达的品牌过度问题	全球拥有多个品牌，品牌运作经验丰富	多品牌协同，全面覆盖高中低端市场
渠道	国内渠道成熟	国内渠道开发不成功	合肥三洋负责渠道发展
管理	管理团队经验丰富	对中国市场开发不成功	合肥三洋负责管理
制造	具备一定的规模、成本优势	全球分布	惠而浦全球产能向中国转移，降低生产成本
产品	洗衣机、冰箱、微波炉、电机等	空/冰/洗/厨电等全品类	品类补充，零部件采购协同等

3 同业竞争业务整合将大幅提升收入规模

3.1 70亿同业竞争业务将整合进上市公司

据公告，惠而浦集团将把国内与公司（原合肥三洋）构成同业竞争的业务整合进上市公司，意味着惠而浦集团将把公司作为洗衣机、冰箱、微波炉、电机业务国内唯一平台。

除惠而浦中国的本土业务外，惠而浦集团在中国的相关业务规模合计约20亿美元，主要为在中国采购的成品及零部件。其中与公司形成同业竞争的业务规模约12亿美金，折合人民币约70多亿元。

惠而浦在中国的相关业务	规模	涉及产品	同业竞争业务金额
在中国为惠而浦全球采购成品	约10亿美元	冰、洗、空、微波炉、厨电等	约8亿美元
在中国为惠而浦全球采购零部件	约10亿美元	电机、电子元器件等	约4亿美元
为中国市场采购全球零部件	数百万美元	影响较小	
为中国市场采购惠而浦全球成品	规模较小		

资料来源：惠而浦年报，海通证券研究所

3.1 70亿同业竞争业务将整合进上市公司

目前，惠而浦中国相关业务可以分别四部分：

1) 在中国为惠而浦全球采购成品：产品包括冰箱、洗衣机、空调、微波炉和厨卫电器等，采购规模约10亿美元，多采用成本加成模式，净利润率约3-5%。其中涉及同业竞争的冰箱、洗衣机、微波炉业务约占8成，将率先向合肥三洋转移。例如，国内惠而浦每年采购美的、格兰仕约200万台微波炉，此部分订单将成为率先转移的一部分。

2) 在中国为惠而浦全球采购零部件：主要产品为电机和电子元器件等，采购规模约10亿美元，其中涉及同业竞争的电机业务约占4成。这块业务对合肥三洋存在两方面影响：一是提高公司对惠而浦全球的零部件供应量。例如，惠而浦全球每年采购电机超过1000万台，2014年有望将向公司转移200万套，2015年有望大部分转移至公司；另一方面，公司为惠而浦全球代理零部件采购，将增强对零部件供应商的议价能力，可降低公司自用零部件的采购成本；

3) 为中国市场在全球采购零部件：采购规模每年数百万美元，影响较小；

4) 为中国市场在全球采购惠而浦成品：规模不足亿元，影响较小。

3.2 70亿同业竞争业务将整合进上市公司

2014-17年惠而浦中国同业竞争业务转移进度预测

	2014E	2015E	2016E	2017E
惠而浦中国相关订单额（亿美元）	20	20	20	20
转移比例	0%	50%	60%	70%
转移订单金额（亿美元）	0	10	12	14
转移订单金额（亿人民币）	0	60	72	84

资料来源：海通证券研究所

3.3 承诺尽快解决两家托管公司

除惠而浦中国外，惠而浦集团在中国境内的7个关联实体中，与公司存在同业竞争关系的还有广东惠而浦、海信惠而浦两家子公司。目前两家子公司均由公司托管，分别将在**36、18**个月内采用买断或出售方式解决。

➤广东惠而浦有限公司：惠而浦持股比例**100%**，主要产品为嵌入式微波炉，**2013**年收入规模约**13.15**亿元人民币，净利润**5578.41**万元。

➤海信惠而浦（浙江）电器有限公司：惠而浦与海信各持股**50%**，主要产品为洗衣机、冰箱及其部件等。**2013**年收入**17.37**亿元，净利润**94.82**万元。除去与海信科龙关联交易**9.08**亿元，则与惠而浦关联交易约**8.29**亿元。

4 承接海外产能转移空间巨大

4.1 惠而浦有望带来大规模产能转移

公司实际控制人为惠而浦集团。2013年，惠而浦全球实现销售收入约1144亿元人民币，是原合肥三洋的21倍；实现净利润50亿元人民币，是合肥三洋的14倍。其中惠而浦的洗衣机、冰箱的销售额分别是合肥三洋的8、44倍。惠而浦成为公司实际控制人后，有望带来大规模的产能转移。

2013年惠而浦的收入和利润规模分别是合肥三洋的21倍和14倍

	营业收入	净利润	洗衣机收入	冰箱收入
惠而浦 (亿元)	1144.45	50.43	331.76	331.76
合肥三洋 (亿元)	53.25	3.63	40.23	7.62
比值 (倍)	21.49	13.89	8.25	43.54

资料来源：相关公司年报，海通证券研究所

4.2 惠而浦产能转移空间巨大

整合完成后，惠而浦集团将加快全球产能向中国的转移。我们认为，从产能转移的难易程度和成本优势等方面考虑，惠而浦中国及亚洲相关业务或将最先转移，其次为欧洲、南美以及北美等地区的产能。

预计惠而浦向中国产业转移将遵循中国相关业务、欧洲、南美以及北美的顺序

惠而浦中国相关业务

- 成品和零部件订单等；
- 约**20亿美元**；
- **2-3年内**转移大部分产能。

欧洲、南美等地区
产能

- 欧洲冰、洗产能约**1500万台**；
- **2-3年内**转移约**500万台**。

北美等地区产能

- 中国将成为仅次于北美的生产基地。

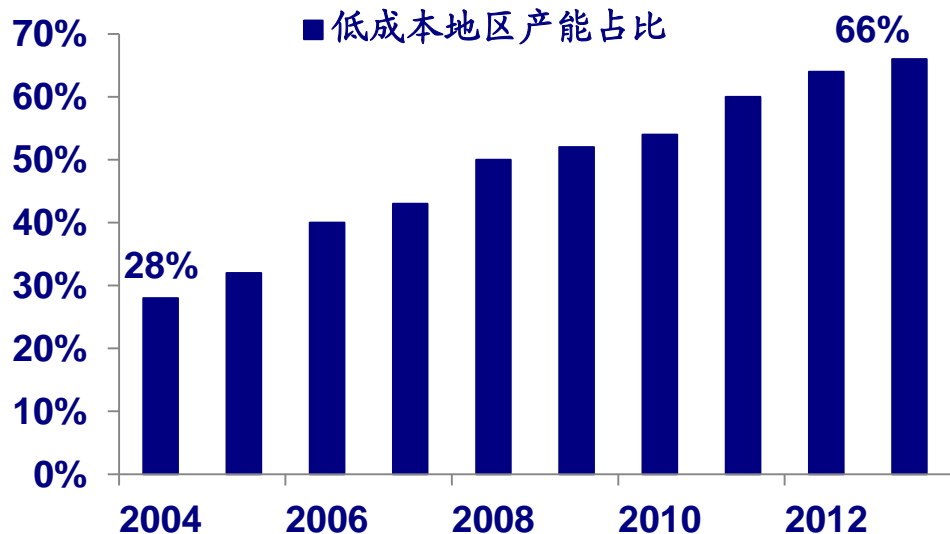
资料来源：公开资料整理，海通证券研究所

4.3 惠而浦全球产能向低成本地区转移

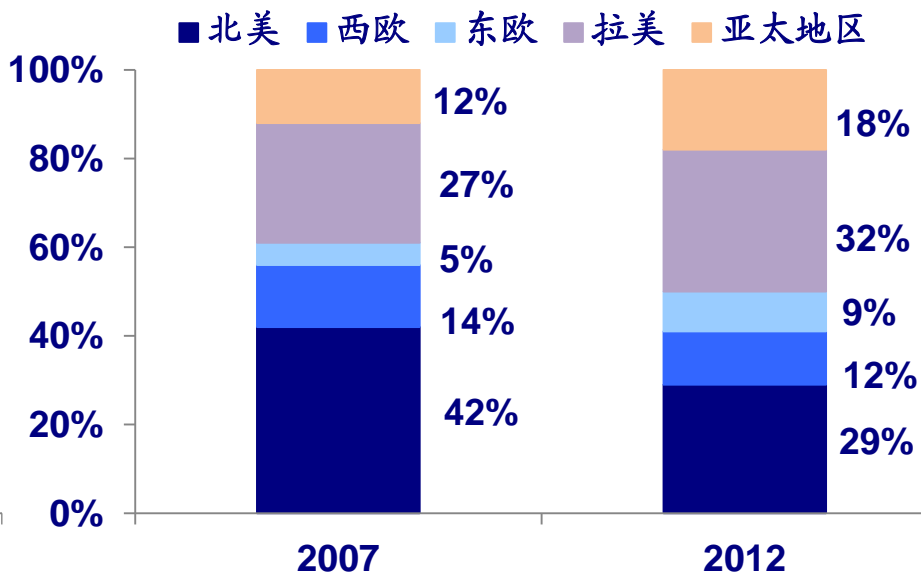
全球家电产能向低成本地区转移的趋势非常明显。例如，伊莱克斯在低成本地区产能从2004年的28%提升至13年的66%，预计未来两年将提升至70%。

对惠而浦而言，若以东欧、拉美和亚太作为低成本地区，则其2012年在低成本地区的产能达到59%，较2007年提高了15个百分点。

2004-13年伊莱克斯在低成本地区产能比例



2012年惠而浦全球产能分布

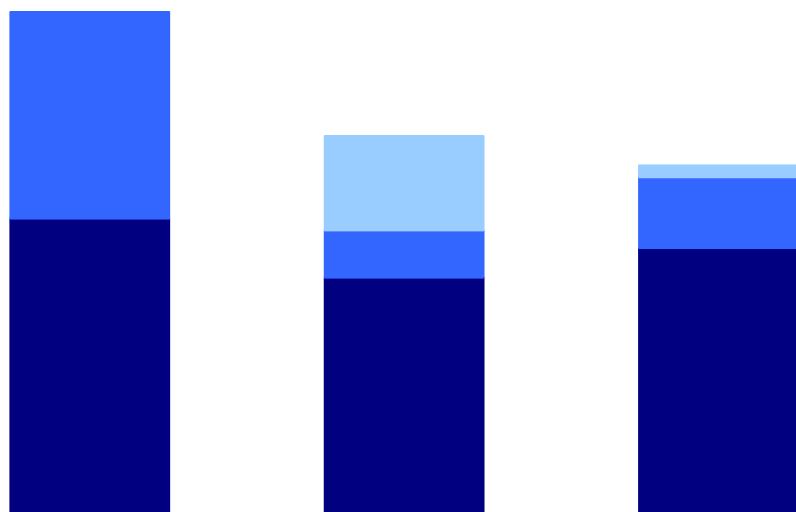


4.4 中国在材料和人工成本方面具备优势

从成本结构看，无论是销往美国市场的冰箱，或者欧洲市场的洗衣机，中国在材料和人工成本方面均具有明显优势，尤其对于运输成本较低的家电产品，产能转移至中国的经济性较高。

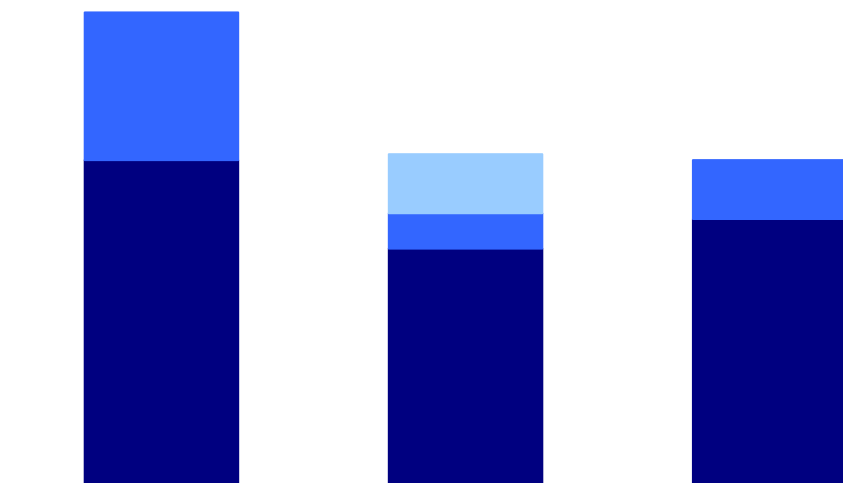
出口美国的冰箱，不同地区成本结构对比

■ Materials&Components ■ Direct Labor&Overhead
■ Logistics



出口欧洲的洗衣机，不同地区成本结构对比

■ Materials&Components ■ Direct Labor&Overhead
■ Logistics



4.5 预计2015年产能转移规模可达18亿

2014-17年惠而浦全球业务向国内转移预测

	2015E	2016E	2017E
欧洲冰洗产能（万台）	1500	1500	1500
转移比例	5%	15%	20%
转移产能（万台）	75	225	300
假设单价（元）	1200	1200	1200
转移订单金额（亿人民币）	9	27	36
南美、亚洲冰洗产能转移（万台）	100	150	200
假设单价（元）	900	900	900
转移订单金额（亿人民币）	9	13.5	18
转移订单金额合计（亿人民币）	18	40.5	54

资料来源：海通证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 预计2017年产能可支撑收入300-350亿元

假设公司规划产能2017年前全部量产，则预计可支撑收入300-350亿元

项目 (万台)	进度		普通 洗衣机	变频 洗衣机	冰箱	微波炉	普通 电机	变频 电机	程控器
		现有产能	400	100	150	100	300	200	500
南岗工业园冰箱 项目二期	64.08%	新增产能			250				
年产500万台微 波炉项目	14.12%	新增产能				400			
对惠而浦非公开 发行募投	未实施 (建设期 24个月)	新增产能	技术改造		400			800	500
		合计产能	100	400	800	500	300	1000	1000
可支撑的收入规模估计 (亿元)			20	88	176	15	25.7		

5.1 2014-17年惠而浦分业务盈利预测

2014-17年惠而浦分业务盈利预测 (亿元)

		2014E	2015E	2016E	2017E
原合肥三洋业务	营业收入	50	57.56	63.32	69.65
	yoy	-6%	15%	10%	10%
	净利润率	6.85%	7.00%	7.00%	7.00%
	净利润	3.43	4.03	4.43	4.88
惠而浦中国	营业收入		20.87	28.18	36.63
	yoy		40%	35%	30%
	净利润率		5.00%	5.00%	5.00%
	净利润		1.04	1.41	1.83
订单转移	营业收入		18.00	40.50	54.00
	yoy			125%	33%
	净利润率		4.50%	4.50%	4.50%
	净利润		0.81	1.82	2.43
同业竞争	营业收入		60.00	72.00	84.00
	yoy			20%	17%
	净利润率		0.60	0.72	0.84
	净利润		1.00%	1.00%	1.00%
合计	营业收入	54	156	204	244
	yoy	1.41%	189.70%	30.40%	19.75%
	净利润率	6.22%	4.14%	4.11%	4.08%
	净利润	3.36	6.48	8.38	9.98

5.1 2014-17年惠而浦盈利预测

单位 (万元)	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
营业总收入	53.25	54.01	156.46	204.03	244.32
yoy (%)	32.61	1.42	189.70	30.40	19.75
营业毛利率 (%)	34.30	30.95	24.20	24.40	24.40
营业税金及附加	0.28	0.29	0.89	1.16	1.39
销售费用	11.00	10.19	23.47	31.01	37.17
销售费用率 (%)	20.65	18.87	15.00	15.20	15.22
管理费用	2.80	2.60	6.54	8.54	10.26
管理费用率 (%)	5.27	4.82	4.18	4.19	4.20
财务费用	-0.06	-0.10	-0.20	-0.20	-0.24
财务费用率 (%)	-0.12	-0.19	-0.13	-0.10	-0.10
资产减值损失	0.30	0.06	0.16	0.20	0.24
投资净收益	-0.01	-0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3.94	3.68	7.01	9.07	10.79
加: 营业外收入	0.22	0.25	0.63	0.82	0.98
减: 营业外支出	0.01	0.00	0.02	0.02	0.02
利润总额	0.00	4.15	3.92	7.62	9.86
减: 所得税	0.00	0.53	0.56	1.14	1.48
净利润	3.63	3.36	6.48	8.38	9.98
归属于母公司所有者的净利润	3.63	3.36	6.48	8.38	9.98
yoy (%)	19.46	-7.46	92.98	29.44	19.03
EPS (元)	0.47	0.44	0.85	1.09	1.30

5.2 盈利预测与投资建议

我们预计公司2014-16年收入分别为54亿、156亿、204亿元，对应EPS为0.44元、0.85元和1.09元，分别同比增长-7%、93%和29%。考虑到惠而浦控股将为公司带来巨大发展空间，给予公司2015年20倍估值，目标价17.00元，维持“买入”评级。

风险提示：与惠而浦资源整合不及预期，产品销量不及预期。

分析师声明

陈子仪：家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

家电研究团队：

海通证券研究所家电行业核心分析师

陈子仪

SAC执业证书编号：S0850511010026

电话：010-23219244

Email: chenzy@htsec.com

海通证券研究所家电行业分析师

宋伟

SAC执业证书编号：S0850514080003

电话：021-23219949

Email: sw8317@htsec.com

信息披露和法律声明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。