

# 进行品牌梳理，继续推进广东惠而浦注入事项

## ——惠而浦（600983）调研报告

分析师： 安伟娜

SAC NO: S1150514080002

2016 年 06 月 13 日

家用电器——白电

### 证券分析师

安伟娜

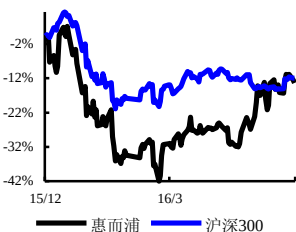
022-28451131

anweina545@126.com

### 助理分析师

评级：**增持**  
 上次评级：**增持**  
 目标价格：**16**  
 最新收盘价：**12.46**

### 最近半年股价相对走势



### 相关研究报告

### 投资要点：

#### ● 四大品牌发展各有侧重

公司旗下拥有惠而浦、三洋、帝度、荣事达四大品牌，从去年各大品牌贡献的营业收入来看，三洋和帝度合计占比较大，惠而浦和荣事达这两个品牌的营收规模均在 8-9 亿左右。2015 年惠而浦品牌的重点在于梳理渠道、清理库存、进行新品替代等，惠而浦品牌的 KA 渠道实现了恢复性增长，市占率有所攀升，公司未来会集中精力做大做强这一品牌的产品。

#### ● 订单转移稳步推进

从惠而浦全球业务来看，北美占比最大，贡献的营业收入占比在半数以上，从营业收入的增速来看，亚洲地区增速最快。惠而浦中国所在的亚洲地区无论从发展空间还是发展增速上都较为亮眼，去年公司来自惠而浦的订单约为 2 亿元的规模，主要来自南美，受南美产业链成本高企的影响，南美有部分滚筒订单转移至公司。欧洲及北美的订单转移速度较慢，目前供货的合作对象在增加，但多为前期试销阶段，尚未形成批量供货。未来随着合肥新产能基地的建成以及自动化水平的提高，对海外订单承接能力提升后订单有望逐步进行转移。

#### ● 广东惠而浦注入公司事项在推进

公司新成立了生活电器与小家电事业部，2015 年公司的生活电器销售规模 1.8 亿元，毛利率水平同比改善了 8.71 个百分点至 26.42%。未来惠而浦集团将与公司进一步商讨讨论以其他方式将广东惠而浦注入公司的可能，广东惠而浦注入公司后将并入生活电器，广东惠而浦去年的营业收入约为 15 亿元。

我们预计 2016-2018 年公司实现每股收益分别为 0.57 元/股、0.69 元/股和 0.86 元/股。维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：原材料价格大幅向上，订单转移速度不及预期，国内市场拓展不力，广东惠而浦注入事项存在不确定性

| 财务摘要（百万元）  | 2014A   | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入       | 5504.83 | 5468.19 | 5960.33 | 6854.38 | 7882.53 |
| (+/-)%     | 3.37%   | -0.67%  | 9.00%   | 15.00%  | 15.00%  |
| 经营利润（EBIT） | 309.33  | 377.37  | 450.57  | 547.86  | 695.04  |
| (+/-)%     | -22.40% | 22.00%  | 19.40%  | 21.59%  | 26.86%  |
| 净利润        | 293.62  | 366.73  | 437.16  | 529.09  | 662.15  |
| (+/-)%     | -19.04% | 24.90%  | 19.21%  | 21.03%  | 25.15%  |
| 每股收益（元）    | 0.38    | 0.48    | 0.57    | 0.69    | 0.86    |

表：三张表及主要财务指标

| 资产负债表   | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 利润表（百万元）   | 2014A   | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金    | 2291  | 2642  | 3024  | 3607  | 3856  | 营业收入       | 5505    | 5468   | 5960   | 6854   | 7883   |
| 交易性金融资产 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业成本       | 3728    | 3633   | 3922   | 4490   | 5139   |
| 应收票据及账款 | 2730  | 2799  | 2930  | 3122  | 3547  | 营业税金及附加    | 37      | 32     | 34     | 40     | 46     |
| 预付款项    | 56    | 68    | 70    | 80    | 83    | 销售费用       | 1136    | 1246   | 1347   | 1535   | 1742   |
| 其他应收款   | 102   | 75    | 98    | 93    | 107   | 管理费用       | 297     | 297    | 316    | 356    | 402    |
| 存货      | 954   | 993   | 968   | 1027  | 1029  | 财务费用       | -27     | -55    | -64    | -65    | -74    |
| 其他流动资产  | 4     | 5     | 5     | 5     | 5     | 资产减值损失     | 31      | 41     | 40     | 45     | 48     |
| 长期股权投资  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 公允价值变动收益   | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产    | 718   | 875   | 766   | 686   | 633   | 投资收益       | 0       | 8      | 0      | 0      | 0      |
| 在建工程    | 106   | 36    | 106   | 150   | 180   | 其他经营损益     | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资性房地产  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业利润       | 304     | 283    | 365    | 453    | 579    |
| 无形资产    | 254   | 306   | 273   | 239   | 205   | 营业外收支净额    | 33      | 137    | 150    | 170    | 200    |
| 长期待摊费用  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 税前利润       | 336     | 420    | 514    | 622    | 779    |
| 资产总计    | 7067  | 7720  | 8136  | 8901  | 9520  | 减：所得税      | 43      | 53     | 77     | 93     | 117    |
| 短期借款    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润        | 294     | 367    | 437    | 529    | 662    |
| 交易性金融负债 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司的净利润 | 294     | 367    | 437    | 529    | 662    |
| 应付票据及账款 | 2531  | 2840  | 2763  | 3031  | 3016  | 少数股东损益     | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 预收款项    | 228   | 174   | 252   | 256   | 269   | 基本每股收益     | 0.38    | 0.48   | 0.57   | 0.69   | 0.86   |
| 其他应付款   | 206   | 274   | 300   | 320   | 350   | 稀释每股收益     | 0.51    | 0.48   | 0.57   | 0.69   | 0.86   |
| 其他流动负债  | 0     | 2     | 2     | 2     | 2     | 财务指标       | 2014A   | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| 长期借款    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 成长性        |         |        |        |        |        |
| 专项应付款   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 营收增长率      | 3.37%   | -0.67% | 9.00%  | 15.00% | 15.00% |
| 预计负债    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | EBIT 增长率   | -22.40% | 22.00% | 19.40% | 21.59% | 26.86% |
| 其他非流动负债 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润增长率     | -19.04% | 24.90% | 19.21% | 21.03% | 25.15% |
| 负债合计    | 2965  | 3290  | 3316  | 3609  | 3637  | 盈利性        |         |        |        |        |        |
| 股东权益合计  | 4101  | 4430  | 4820  | 5292  | 5883  | 销售毛利率      | 32.27%  | 33.57% | 34.20% | 34.50% | 34.80% |
| 现金流量表   | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 销售净利率      | 5.33%   | 6.71%  | 7.33%  | 7.72%  | 8.40%  |
| 净利润     | 294   | 367   | 437   | 529   | 662   | ROE        | 7.16%   | 8.28%  | 9.07%  | 10.00% | 11.26% |
| 折旧与摊销   | 71    | 84    | 103   | 105   | 109   | ROIC       | 22.05%  | 11.50% | 14.35% | 17.91% | 24.87% |
| 经营活动现金流 | -217  | 723   | 309   | 502   | 168   | 估值倍数       |         |        |        |        |        |
| 投资活动现金流 | -198  | -1503 | 57    | 63    | 69    | PE         | 33.5    | 26.8   | 22.5   | 18.6   | 14.9   |
| 融资活动现金流 | 1885  | -38   | 17    | 18    | 13    | P/S        | 1.8     | 1.8    | 1.7    | 1.4    | 1.2    |
| 现金净变动   | 1472  | 252   | 382   | 583   | 249   | P/B        | 2.4     | 2.2    | 2.0    | 1.9    | 1.7    |
| 期初现金余额  | 918   | 2390  | 2642  | 3024  | 3607  | 股息收益率      | 0.43%   | 0.39%  | 0.48%  | 0.58%  | 0.72%  |
| 期末现金余额  | 2390  | 2642  | 3024  | 3607  | 3856  | EV/EBITDA  | 20.0    | 15.6   | 12.3   | 9.6    | 7.5    |

## 目 录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 1. 梳理四大品牌，重点发展惠而浦品牌.....  | 5 |
| 1.1 四大品牌发展各有侧重.....       | 5 |
| 1.2 销售公司由品牌划分优化为品类划分..... | 6 |
| 1.3 订单转移稳步推进.....         | 6 |
| 1.4 广东惠而浦注入公司事项在推进.....   | 8 |
| 1.5 盈利能力优化 .....          | 8 |
| 2. 盈利预测 .....             | 9 |

## 图 目 录

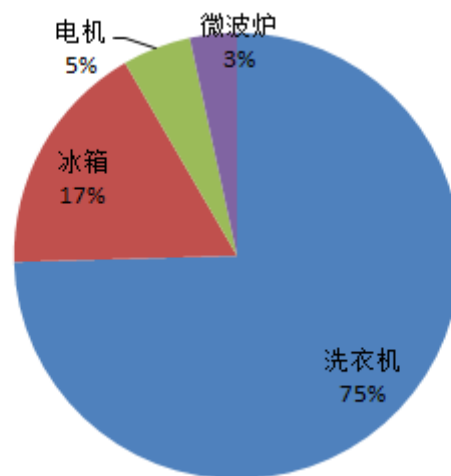
|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 图 1: 公司营收分品类构成 .....        | 5 |
| 图 2: 公司四大品牌 .....           | 6 |
| 图 3: 美国惠而浦营业收入分地域构成 .....   | 7 |
| 图 4: 美国惠而浦分地域营业收入同比增速 ..... | 7 |
| 图 5: 公司单季度毛利率水平变动情况 .....   | 8 |

## 1. 梳理四大品牌，重点发展惠而浦品牌

### 1.1 四大品牌发展各有侧重

公司旗下拥有惠而浦、三洋、帝度、荣事达四大品牌，产品涵盖冰箱、洗衣机、厨房电器、小家电等。

图 1： 公司营收分品类构成



资料来源：Wind，渤海证券

从去年各大品牌贡献的营业收入来看，三洋和帝度合计占比较大，惠而浦和荣事达这两个品牌的营收规模均在 8-9 亿左右。

**惠而浦：**2015 年惠而浦品牌的重点在于梳理渠道、清理库存、进行新品替代等，惠而浦品牌的 KA 渠道实现了恢复性增长，市占率有所攀升，公司未来会集中精力做大做强这一品牌的产品。

**荣事达：**去年荣事达的营收规模有所下滑，荣事达品牌采用大代理的模式，在一些重点区域如河南、安徽、四川、云南、贵州等采用总包的形式，重点布局三四级市场。

**三洋和帝度：**目前三洋品牌的使用权到 2019 年年底，帝度品牌会做一定程度上的战略收缩，未来做成冰箱专属品牌。

图 2： 公司四大品牌



资料来源：公司官网，渤海证券

## 1.2 销售公司由品牌划分优化为品类划分

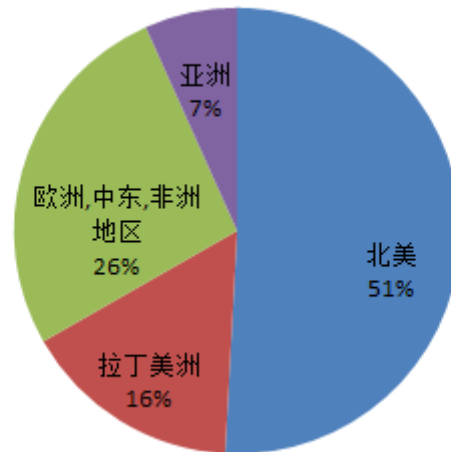
之前公司销售公司是按品牌划分，三洋和帝度在一个销售公司，惠而浦和荣事达放在一个销售公司，但此种模式运营下来内耗严重，因此营销总公司业务架构打破了原有限制，由品牌划分优化为品类划分，成立洗衣机销售公司、冰箱销售公司、电子商务公司。

公司电商渠道保持高增长，2015 年电商渠道实现的营业收入贡献度约为 15%，公司产品型号较全，品牌多样，适合做线上及线下产品区隔，今年线上渠道的品类会进一步增加。

## 1.3 订单转移稳步推进

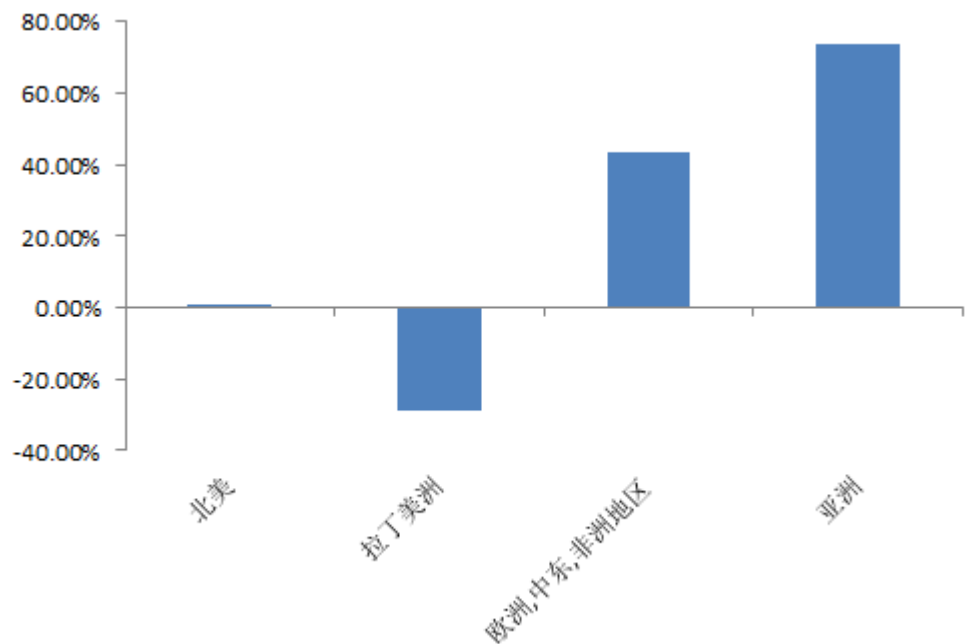
从惠而浦全球业务来看，北美占比最大，贡献的营业收入占比在半数以上，从营业收入的增速来看，亚洲地区增速最快。

图 3: 美国惠而浦营业收入分地域构成



资料来源: Wind, 渤海证券

图 4: 美国惠而浦分地域营业收入同比增速



资料来源: Wind, 渤海证券

惠而浦中国所在的亚洲地区无论从发展空间还是发展增速上都较为亮眼, 今年 5 月份公司投资设立了全资子公司惠而浦日本股份有限公司, 成立子公司主要为适应企业快速发展, 拓展惠而浦品牌产品在日本市场的发展, 实现惠而浦产品在日本市场销售、售后及技术服务职能。

去年公司来自惠而浦的订单约为 2 亿元的规模，主要来自南美，受南美产业链成本高企的影响，南美有部分滚筒订单转移至公司。欧洲及北美的订单转移速度较慢，目前供货的合作对象在增加，但多为前期试销阶段，尚未形成批量供货。

去年 11 月，惠而浦中国总部及全球研发中心奠基开工，预计到明年年中能建成完工，未来随着合肥新产能基地的建成以及自动化水平的提高，对海外订单承接能力提升后订单有望逐步进行转移。

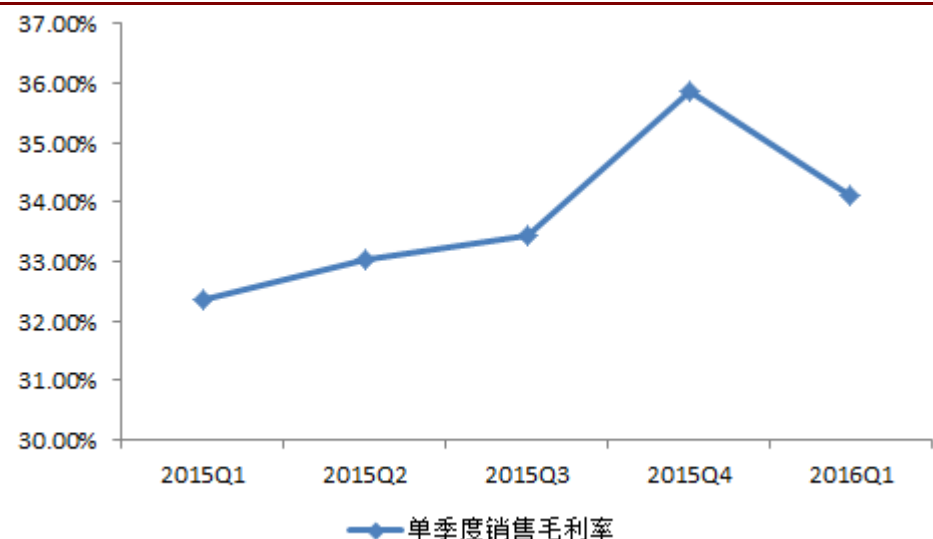
## 1.4 广东惠而浦注入公司事项在推进

公司新成立了生活电器与小家电事业部，2015 年公司的生活电器销售规模 1.8 亿元，毛利率水平同比改善了 8.71 个百分点至 26.42%。未来惠而浦集团将与公司进一步协商讨论以其他方式将广东惠而浦注入公司的可能，广东惠而浦注入公司后将并入生活电器，广东惠而浦去年的营业收入约为 15 亿元。

## 1.5 盈利能力优化

受益于公司产品结构性的调整，以及原材料价格的低位运行，公司的毛利率水平稳中有升。

图 5： 公司单季度毛利率水平变动情况



资料来源：Wind，渤海证券



## 2. 盈利预测

预计 2016-2018 年收入分别为 59.6、68.54 和 78.83 亿元，归属于母公司股东净利润分别为 4.37、5.29 和 6.62 亿元，增速分别为 19.21%、21.03%和 25.15%，对应每股收益分别为 0.57 元/股、0.69 元/股和 0.86 元/股。维持公司“增持”的投资评级。

### 风险提示：

原材料价格大幅向上

订单转移速度不及预期

国内市场拓展不力

广东惠而浦注入事项存在不确定性

**投资评级说明**

| 项目名称   | 投资评级 | 评级说明                                |
|--------|------|-------------------------------------|
| 公司评级标准 | 买入   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%         |
|        | 增持   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间   |
|        | 中性   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间   |
|        | 减持   | 未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%         |
| 行业评级标准 | 看好   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%       |
|        | 中性   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间 |
|        | 看淡   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%       |

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

## 渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所高级销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: [zhuyanjun@bhzq.com](mailto:zhuyanjun@bhzq.com)

**渤海证券研究所**

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)