

惠而浦 (600983)

公司研究/动态报告

公司调整有序推进，明年业绩有望好转

动态研究报告/家电

2016 年 11 月 14 日

报告摘要：

● 经营管理持续改善，高端洗衣机业务销售情况好转

公司前三季营收 40.60 亿元，同比下降 5.20%，归母净利润 2.49 亿元，同比下降 28.60%，主要是受行业竞争和公司内部调整双重影响。1-8 月份，惠而浦品牌洗衣机零售量累计同比增长 5.76%，三洋与荣事达分别同比下降 5.58% 和 41.69%。我们预计公司洗衣机业务未来会趋于好转，主要原因是一是公司加强渠道调整；二是公司加强营销管控，增加对经销商一系列新激励政策；三是继续进行品牌调整，惠而浦定位高端，三洋和帝度定位中高端，荣事达定位高性价比中低端产品。随着管理层对渠道、品牌等方面的管控持续优化，我们预计未来公司洗衣机业务市占率会缓慢上升，其中惠而浦等高端产品有望继续快速增长。

● 现金收购广东惠而浦，盈利补偿承诺显信心

公司与 Whirlpool (B.V.I) Limited 签订《股权转让协议》，拟以 7.41 亿元现金收购广东惠而浦家电制品有限公司 100% 股权。广东惠而浦主要生产微波炉产品，产品全部出口至北美及欧洲地区，2015 年广东惠而浦销售收入 13.04 亿元，净利润 0.74 亿元。未来公司完成对广东惠而浦的收购后，一方面将直接利好公司微波炉业务的整合与扩张，另一方面，也有助于公司进一步集中惠而浦集团在华业务和扩大国际市场。我们预计收购完成之后，公司整体营业收入有望快速增长。同时，惠而浦集团及 Whirlpool (B.V.I) Limited 在《盈利预测补偿协议》中承诺：广东惠而浦 2016-2020 年扣非后净利润累计不低于人民币 3.78 亿元。该补偿承诺显示出交易双方对标的公司未来发展的信心，降低了收购可能产生的经营风险。

● 获益订单转移，出口收入有望加速增长

公司上半年出口收入 4.13 亿元，同比增长 17.78%，不及市场预期。我们认为未来公司全球订单向中国转移的速度可能会加快，同时惠而浦集团对公司电机产品的采购也有可能放量增加，如果公司对广东惠而浦的收购顺利完成，公司出口收入有望出现较大幅度提升。

● 厨电业务保持较快增速，战略布局逐渐清晰

公司在厨电方面也在不断强化产品与渠道布局。上半年，公司厨电事业部销售额同比增长 48%，出口收入同比增长 20%，保持较高增速。我们预计公司未来有望通过自建或者并购方式建立完整的厨电生产线；同时，基于惠而浦全球在厨电领域的积累，不排除公司从欧美引进高端厨电品牌和解决方案，从而形成覆盖中高低多个层级的厨电产品结构，进而带来收入提升。

● 中长期发展值得期待，给予公司谨慎推荐评级

当前公司处于管理层、品牌、渠道等多方面整合期，营收表现受一定影响，但未来公司相应的管控措施有望带来公司长期业绩增长。成功收购广东惠而浦将解决惠而浦集团与公司的同业竞争问题，盈利预测补偿协议对公司未来业绩形成重要支撑。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.56、0.64、0.72 元，对应的 PE 分别为 20.2、17.5、15.6 倍，给予公司谨慎推荐的投资评级。

● 风险提示：惠而浦集团订单转移不及预期，内销市占率下滑。

谨慎推荐

维持评级

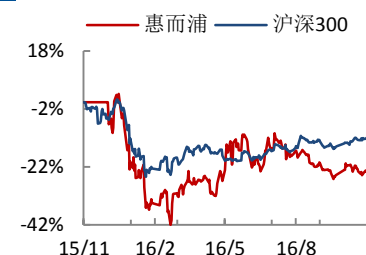
合理估值：13—16 元

交易数据

2016-11-11

收盘价 (元)	11.23
近 12 个月最高/最低 (元)	15.30/8.58
总股本 (百万股)	766.44
流通股本 (百万股)	532.8
流通股比例 (%)	70%
总市值 (亿元)	86.07
流通市值 (亿元)	59.83

该股与沪深 300 走势比较



分析师：马科

执业证号：S0100513070001
 电话：010-85127661
 邮箱：make@mszq.com

研究助理：陈梦

执业证号：S0100116080018
 电话：010-85127661
 邮箱：chenmeng@mszq.com

相关研究

- 1.《惠而浦(600983)简评报告：收购广东惠而浦，将增厚公司业绩》20161108
- 2.《惠而浦(600983)简评报告：内销承压，订单转移有望带来营收转增》20160826
- 3.《惠而浦(600983)动态报告：品牌理顺，内销出口齐增长》20160525

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	5,468	5,829	6,187	6,551
增长率 (%)	-0.7%	6.6%	6.1%	5.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	367	426	491	550
增长率 (%)	24.9%	16.2%	15.2%	12.1%
每股收益 (元)	0.48	0.56	0.64	0.72
PE (现价)	23.5	20.2	17.5	15.6
PB	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	5,468	5,829	6,187	6,551
营业成本	3,633	3,845	4,068	4,303
营业税金及附加	32	35	37	39
销售费用	1,246	1,265	1,354	1,440
管理费用	297	314	334	354
EBIT	261	369	394	416
财务费用	(55)	(71)	(107)	(150)
资产减值损失	41	40	36	37
投资收益	8	4	5	5
营业利润	283	405	470	533
营业外收支	137	0	0	0
利润总额	420	488	562	630
所得税	53	62	71	80
净利润	367	426	491	550
归属于母公司净利润	367	426	491	550
EBITDA	346	466	502	537

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2849	3343	3713	4262
应收账款及票据	2656	2627	2792	3009
预付款项	68	83	75	84
存货	993	1018	1087	1147
其他流动资产	18	18	18	18
流动资产合计	6659	7131	7706	8508
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	875	985	1097	1223
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1350	1395	1440	1464
资产合计	8008	8527	9146	9972
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2840	2830	2957	3185
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	3471	3564	3692	3968
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	107	107	107	107
非流动负债合计	107	107	107	107
负债合计	3578	3671	3799	4075
股本	766	766	766	766
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4430	4856	5347	5897
负债和股东权益合计	8008	8527	9146	9972

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-0.7%	6.6%	6.1%	5.9%
EBIT 增长率	-14.9%	41.3%	6.6%	5.6%
净利润增长率	24.9%	16.2%	15.2%	12.1%
盈利能力				
毛利率	33.6%	34.0%	34.3%	34.3%
净利润率	6.7%	7.3%	7.9%	8.4%
总资产收益率 ROA	4.6%	5.0%	5.4%	5.5%
净资产收益率 ROE	8.3%	8.8%	9.2%	9.3%
偿债能力				
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.1
速动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
现金比率	0.8	0.9	1.0	1.1
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	62.2	38.2	44.4	48.3
存货周转天数	97.8	96.7	97.5	97.3
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.6	0.6	0.7
每股净资产	5.8	6.3	7.0	7.7
每股经营现金流	1.0	0.7	0.6	0.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.5	20.2	17.5	15.6
PB	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.7	11.3	9.7	8.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	367	426	491	550
折旧和摊销	126	137	144	159
营运资金变动	277	74	(113)	(14)
经营活动现金流	735	550	425	593
资本开支	202	60	61	49
投资	(60)	0	0	0
投资活动现金流	(1,503)	(56)	(56)	(44)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(38)	0	0	0
现金净流量	(807)	494	369	549

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。
 陈梦，北京大学计算机技术硕士，2016年7月入职民生证券，从事家电行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。