

家用电器

2016年12月28日

惠而浦 (600983)

——第四季度经营改善，期待未来出口发力

报告原因：有新的信息需要补充

买入（维持）

市场数据：2016年12月27日

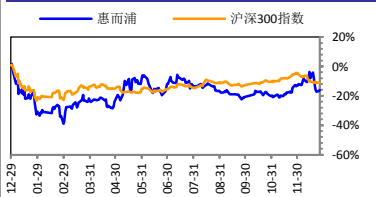
收盘价(元)	11.75
一年内最高/最低(元)	14.3/8.46
市净率	1.9
息率(分红/股价)	0.51
流通A股市值(百万元)	6260
上证指数/深证成指	3114.66 / 10230.57

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	6.05
资产负债率%	45.54
总股本/流通A股(百万)	766/533
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《惠而浦(600983)点评：业绩略低预期，等待整合效果显现》2016/08/26

《惠而浦(600983)点评：出口订单确定性强，内销收入承压下费用率或改善》2016/06/20

证券分析师

刘迟到 A0230515050001
liucd@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

马王杰
(8621)23297818×7477
mawj2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **第四季度内销改善，预计2016年全年净利润小幅下滑。**虽然全年来看公司出口业务低于预期以及内销的持续调整，但是第四季度董事长亲自抓洗衣机内销发展，四季度内销经营已经有所改善，不考虑广东惠而浦并表，我们预计2016年全年净利润相比2015年下滑15%左右（前三季度下滑28.6%），若考虑并表，预计全年净利润将达到4亿元左右。收购完成后，顺德工厂不会做较大调整，目前年销售额约在13-14亿元左右，生产200万台微波炉，扣非后净利润水平约在7000万左右，净利率率维持在5%左右。
- **内销：渠道布局趋势开始向好，品牌定位仍有待进一步明晰。**国内营销趋势10月开始好转，11月基本和2015年同比持平，12月开始增长。1)渠道：按渠道分，KA占40%，专卖店40%，电商占比20%多。盈利能力：电商>出口>专卖店>KA；增速：电商2016年增速60%-70%，电商增速>出口>KA>专卖店。电商净利率过去在10-12%，2016年大概8%，明年在电子商务方面也要加大布局，和京东定下明年销售15亿元的目标（2016年6-7亿元）。2)品牌：内销按品牌拆分，荣事达10%左右，惠而浦15%-20%，三洋和帝度占比70%左右。三洋品牌使用权还有17-19三年时间，目前在和松下谈判，预计2017二季度可以有一个初步谈判结果。荣事达：推行大代理制，省代理，用做小家电的模式去做大家电，预计全年销售额1.4亿，削减20-30个公司销售人员，同时撤出了一些KA渠道。帝度、三洋的品牌定位目前不清晰，预计今年这两个品牌的销售将下滑，惠而浦品牌投入较多，增长较快。
- **厨电：未来重点发力品类。**惠而浦集团要求公司尽快推出厨房电器，目前公司相当于集团中高端厨具的中国代理商，未来公司要尽快实现自主生产。惠而浦集团原有厨电产品与中国消费者的习惯存在匹配问题，我们预计公司为了快速做大业务规模，未来不排除选择并购的方式进行。洗碗机等嵌入式产品具有优势，顺应国内行业的大趋势。
- **出口：2016年订单低于预期，预计2017年将改善。**集团2016年订单转移低于预期，预计3-4亿元，低于年初7亿元的预期。预计2017年的订单将超预期，2017Q1出口业务基本会是满负荷的，同比增长50%以上。公司海外订单的周期按季度确定，未来日本、东南亚市场也会交给公司来做，预计2016年是一个转折点，明年情况会向好。惠而浦并购了意黛喜，准备将双方高端的洗衣机产能继续保留，中低端的产能会转移到公司（惠而浦欧洲1500w套，意黛喜算上2500-3000w套，转移会是一个缓慢的过程）；此外，集团此前没有电机工厂，明确未来公司向整个惠而浦系统提供电机、控制面板。
- **盈利预测与投资评级。**我们维持公司2016年-2018年净利润3.2亿元（考虑合并报表为4亿元）、5亿和6.5亿元判断，对应2016-2018年动态市盈率分别为28x、18x和14x，公司内销持续调整，预计明年将会改善，出口订单转移确定性较强，维持公司“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,468	4,060	4,790	6,571	7,989
同比增长率(%)	-0.67	-5.20	-12.40	37.18	21.58
净利润(百万元)	367	249	322	500	650
同比增长率(%)	24.90	-28.59	-12.20	55.28	30.00
每股收益(元/股)	0.48	0.33	0.42	0.65	0.85
毛利率(%)	33.6	32.2	32.4	32.3	32.9
ROE(%)	8.3	5.4	6.8	9.5	11.0
市盈率	25		28	18	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,325	5,505	5,468	4,790	6,571	7,989
营业收入同比增长率 (yoy)	32.61%	3.37%	-0.67%	-	-	-
减: 营业成本	3,499	3,728	3,633	3,240	4,448	5,363
毛利率 (%)	34.30%	32.27%	33.57%	32.40%	32.30%	32.90%
减: 营业税金及附加	28	37	32	28	38	46
主营业务利润	1,798	1,740	1,804	-	-	-
主营业务利润率 (%)	33.77%	31.60%	32.99%	-	-	-
减: 销售费用	1,100	1,136	1,246	1,025	1,314	1,598
减: 管理费用	280	297	297	254	333	399
减: 财务费用	-6	-27	-55	-60	-50	-45
经营性利润	424	334	316	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	27.14%	-21.30%	-5.33%	-	-	-
经营性利润率 (%)	7.97%	6.07%	5.78%	-	-	-
减: 资产减值损失	30	31	41	30	14	11
加: 投资收益及其他	-1	0	8	0	0	0
营业利润	394	304	283	274	474	616
加: 营业外净收入	21	33	137	95	100	130
利润总额	415	336	420	369	574	746
减: 所得税	53	43	53	48	74	96
净利润	363	294	367	322	500	650
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	363	294	367	322	500	650
净利润同比增长率 (yoy)	19.46%	-19.04%	24.90%	-	-	-
全面摊薄总股本	533	766	766	766	766	766
每股收益 (元)	0.68	0.51	0.48	0.42	0.65	0.85
归属母公司所有者净利润率 (%)	6.81%	5.33%	6.71%	-	-	-
ROE	18.86%	7.16%	8.28%	6.80%	9.50%	11.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。