

## 威灵控股 (382 HK, HK\$1.68, 未评级) — 价值虽被低估, 但利好因素不绝

- ❖ **威灵是美的主要电动机供应商。**威灵是全世界第一大的电动机制造商, 在空调和洗衣机类别的市场份额约为 20-30%, 它也是美的集团 (000333 CH) 的主要供应商和子公司。美的集团和小天鹅 (000418 CH) 等客户在 16 财年共同占总销售额的 46%, 其他主要客户包括惠而浦, 伊莱克斯, 三星, LG, 松下, 大金, 日立, 三菱, 海尔, 海信, TCL 等等。
- ❖ **房地产销售畅旺, 美的, 小天鹅市占率增加和原材料价格的反弹将带动 17 财年至 18 财年的销售增长。**继 16 年下半年业绩回升之后 (以人民币计价, 销售额同比增长 21.2%, 净利润同比增长 41.5%), 我们认为, 由于 1) 15 年和 16 年中国房地产销售强劲, 销售面积增长 6.5% 和 22.5%, 根据以往实证数据来看, 家电销售往往滞后于房地产销售 1 年, 所以威灵 17 财年至 18 财年的销售额很可能会恢复到双位数的销售增长。在 16 财年, 空调/洗衣机的销量增长了 4%/8%, 我们预计在 17 财年将达到 14%/12% (见图 1), 2) 美的和小天鹅市场份额近年来一直扩大, 我们预计在可见的将来将继续 (见图 2 和图 3), 3) 平均销售价格因为 16 年下半年原材料 (如铜, 铝和钢) 的价格反弹而有所恢复, 我们预计在 17 年会有中到高单位数的反弹 (见图 4 和图 5)。
- ❖ **变频家电的普及使直流电机销售比例的提升, 产品标率化比例提高, 相应 SKU 减少所带来的规模效应, 将利好利润率提高。**我们预计, 在 17 和 18 财年期间, 经营利润率将逐步提高, 受惠于 1) 更好的产品组合, 威灵在变频家电的普及中尤其重要, 其直流电动机不仅具有更好的稳定性, 更长寿, 更静音, 更节省电力, 而且价格更高, 120-180 元人民币 (相比起交流电动机的 30-100 元), 毛利率更好, 比交流电产品高 5% (见图 6 和图 7), 变频相关的直流电机产品的总销售额去年达到了 19%, 同比增长了 31%, 2) 产品标准化比例提高, SKU 相应减少, 新的高级管理层在 16 年下半年入主办公室之后其中重要的举措之一是实现更高的产品标准化 (换句话说, 是制定更多的标准配置产品而不是只为客户订制), 导致更好的规模经济, 从而提高成本和效率。
- ❖ **鉴于其 3.4 倍(不包含现金)的历史市盈率, 估值相当吸引, 还没计算它在 17 和 18 财年的潜在盈利增长。**我们认为威灵的估值非常吸引, 因为其巨额净现金 (28 亿港元, 共占市值的 57%), 16 财年(不包含现金)的市盈率仅为 3.4 倍, 还没有考虑到其 17 年至 18 年的未来增长 (我们预计每股盈利复合增长 20%), 意味着 6 倍和 5 倍的 17 和 18 财年市盈率, 而 4.4% 历史股息率可以有效减少下跌空间。相比之下威灵的 8 倍历史市盈率比其他同行如德昌电机 (179 HK) 的 15 倍和大洋电机 (002249 CH) 的 38 倍便宜得多。
- ❖ **風險因素:** 1) 不利房地產市場的政策, 2) 無法轉嫁原材料成本, 以及 3) 主要客戶流失

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额 (百万港币)	9,273	8,040	7,955
净利润 (百万港币)	681	523	592
每股收益 (港币)	0.238	0.183	0.208
每股收益变动 (%)	(14.0)	(22.8)	13.6
市盈率(x)	7.1	9.2	8.1
市帐率(x)	1.1	1.1	1.1
股息率 (%)	4.5	3.9	4.5
权益收益率 (%)	16.0	12.0	13.1
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司

胡永匡  
 walterwoo@cmbi.com.hk  
 (852)-3761-8776

### 威灵控股(382 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$1.68
市值 (港币百万)	4,812
过去 3 月平均交易 (港币百万)	2.58
52 周高/低 (港币)	1.94/1.17
发行股数 (百万)	2,864.1
主要股东	美的集团 (68.6%)

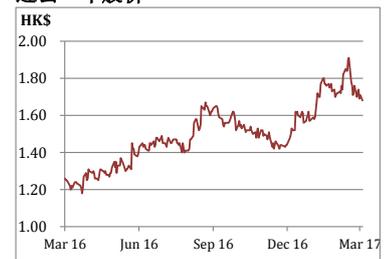
来源: 彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1 月	-0.6%	-2.9%
3 月	18.8%	8.4%
6 月	4.3%	0.7%

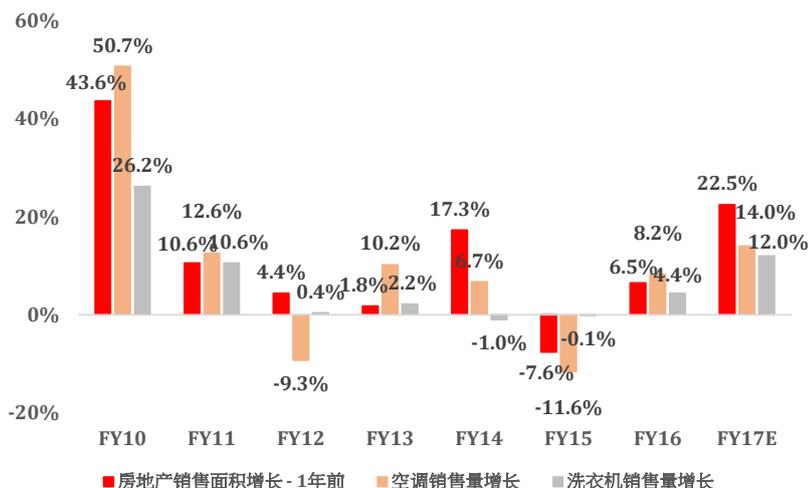
来源: 彭博

### 过去一年股价



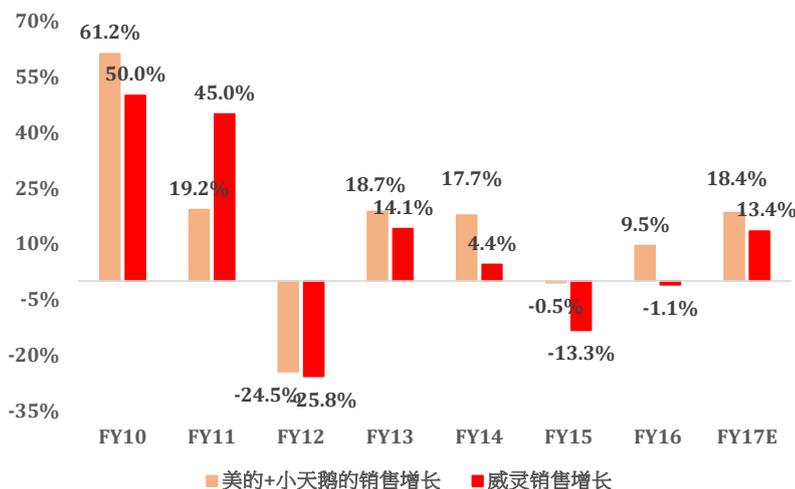
来源: 彭博

图 1: 中国家电销售往往滞后于房地产销售 1 年, 因此 16 财年房地产销售面积 22% 的增长可能在 17 财年促成空调和洗衣机成双位数的增长。



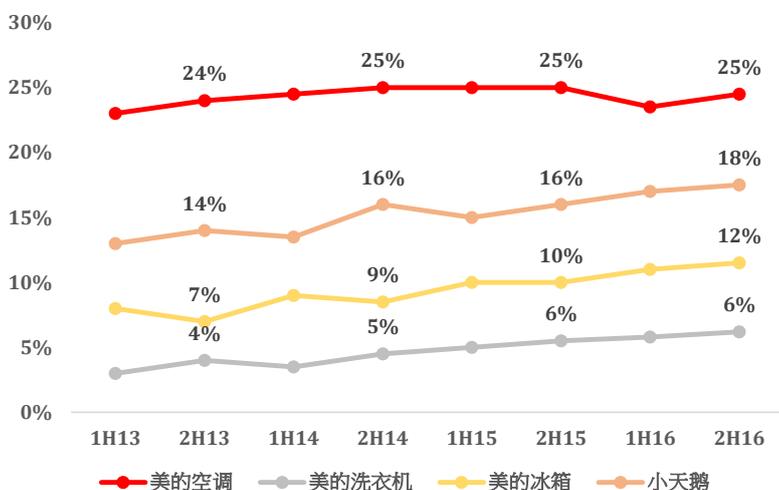
来源: 国家统计局, Wind, 招银国际估算

图 2: 惠灵控股的销售增长趋向于跟随美的和小天鹅, 并应在 17 财年有所上涨。



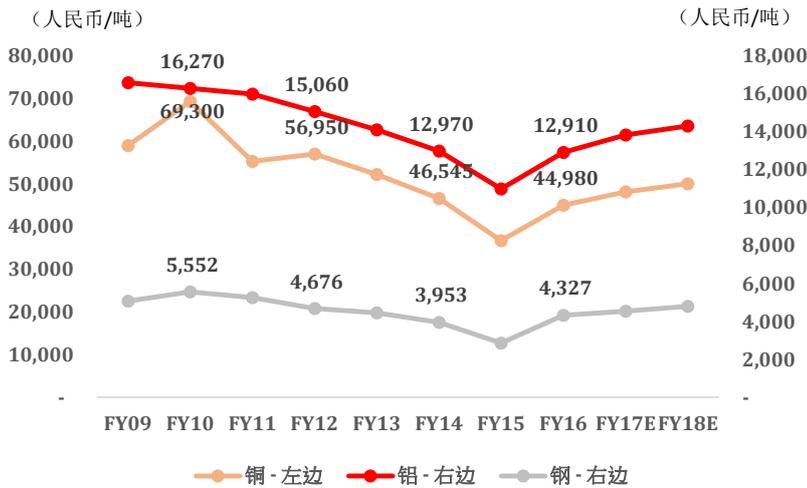
来源: 公司, 彭博, 招银国际估算

图 3: 近年来, 美的品牌, 包括小天鹅在内的市场份额一直在增长。



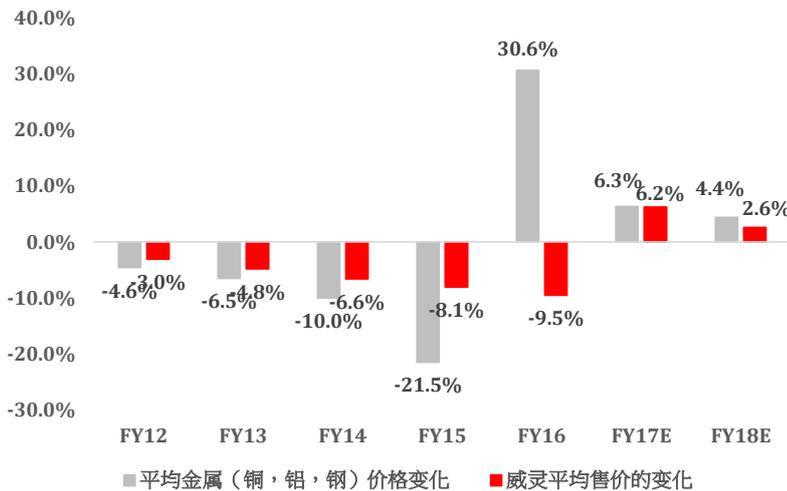
来源: 中怡康时代, 产业在线

图 4: 原材料的价格, 例如: 铜/铝/钢在下滑超过 5 年后, 在 16 财年下半年回升。



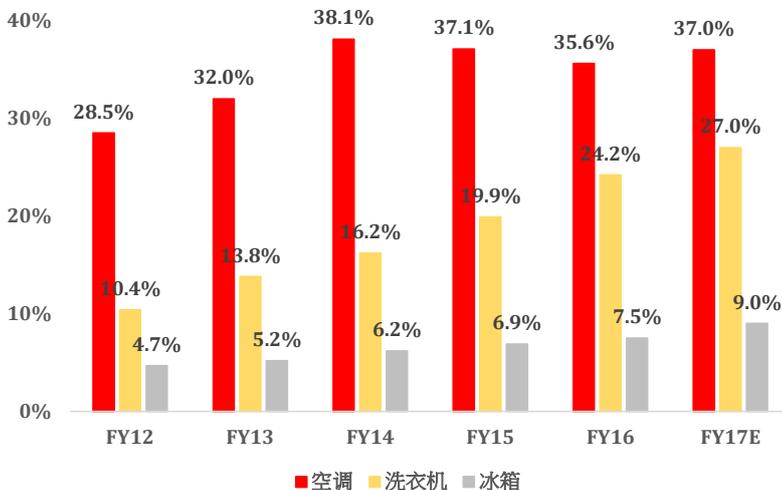
来源: Wind, 招银国际估算

图 5: 2016 财年下半年强劲反弹后, 惠灵控股的平均售价今年和后年的平均售价将可能上涨。



来源: Wind, 招银国际估算

图 6: 中国的变频家电产品 (通常采用直流电机) 的渗透率一直在上升。



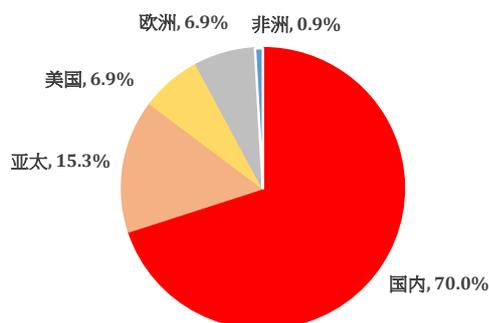
来源: 中怡康时代, 产业在线, 招银国际估算

图 7: 变频家电的直流电机提供更高的平均售价, 更高的利润率, 更好的稳定性, 更长的使用寿命, 更少的噪音和更高的能源和成本效益

详细资料	传统交流电机	变频器直流电机 (空调/洗衣机)
平均售价	人民币 30-100	Rmb 120 - 180
竞争格局	竞争激烈	国内供应商有限
毛利率		高大约5%
产品特点		
使用寿命		使用寿命更长
噪音		更安静
反应		更快的冷却/加热
稳定性		更好保持温度
能源和成本		节省能源和电费 (节省高达1/3的能源)

来源: 公司, 彭博, 招银国际估算

图 8: 2016 财年销售按区域分类



来源: 公司

图 9: 产品类别



来源: 公司

图 10: 客户例子



来源: 公司

**利潤表**

年结: 12月31日 (百万元港币)	FY14A	FY15A	FY16A
<b>收入</b>	<b>9,273.4</b>	<b>8,040.4</b>	<b>7,954.5</b>
空调电机	5,383.0	4,361.6	4,212.9
洗衣机电机	2,681.6	2,551.8	2,568.3
其他产品	1,208.7	1,127.0	1,173.3
销售成本	(7,849.0)	(6,930.6)	(6,776.5)
<b>毛利</b>	<b>1,424.4</b>	<b>1,109.7</b>	<b>1,178.0</b>
其他收入	(10.3)	90.3	149.8
销售费用	(214.4)	(212.0)	(216.2)
行政费用	(350.4)	(428.3)	(384.3)
其他收益	-	-	-
<b>息税前收益</b>	<b>849.3</b>	<b>559.7</b>	<b>727.3</b>
净融资成本	(38.2)	20.0	23.8
联营公司	41.3	51.4	18.8
<b>税前利润</b>	<b>852.4</b>	<b>631.0</b>	<b>769.9</b>
所得税	(171.2)	(108.3)	(178.3)
非控制股东权益	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>681.2</b>	<b>522.7</b>	<b>591.6</b>

来源: 公司

**资产负债表**

年结: 12月31日 (百万元港币)	FY14A	FY15A	FY16A
<b>非流动资产</b>	<b>2,131</b>	<b>2,010</b>	<b>1,507</b>
物业、厂房及设备	1,462	1,392	1,223
无形资产和商誉	68	80	79
投资型房地产	52	47	41
联营公司的权益	329	346	-
合营公司的权益	-	-	-
其他金融资产	119	120	123
递延税项资产	45	19	30
购买物业、厂房及设备预付款项	56	5	12
<b>流动资产</b>	<b>5,916</b>	<b>5,585</b>	<b>5,924</b>
其他金融资产	26	730	1,129
存货	992	555	891
贸易及其他应收账款	2,878	2,987	2,205
受限制银行结余	80	77	37
现金及现金等价物	1,940	1,236	1,661
<b>流动负债</b>	<b>3,562</b>	<b>3,024</b>	<b>2,664</b>
银行借款	88	21	-
预收款项	-	-	-
贸易及其他应付账款	3,417	2,989	2,612
即期税项	41	7	53
拨备	17	8	-
<b>非流动负债</b>	<b>155</b>	<b>168</b>	<b>211</b>
带息借款	-	-	-
递延税项	120	136	150
拨备	35	32	61
<b>资产净额</b>	<b>4,330</b>	<b>4,402</b>	<b>4,555</b>
-	-	-	-
<b>非控股权益</b>	<b>65</b>	<b>59</b>	<b>39</b>
<b>权益股东应占总权益</b>	<b>4,264</b>	<b>4,342</b>	<b>4,516</b>

来源: 公司

**現金流量表**

年结: 12月31日 (百万元港币)	FY14A	FY15A
息税前收益	849	560
折旧和摊销	148	162
营运资金变动	(16)	(152)
税务开支	(177)	97
其他	39	(95)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>843</b>	<b>572</b>
购置固定资产	(292)	(236)
联营公司	19	27
其他	43	(705)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(230)</b>	<b>(914)</b>
股份发行	10	1
净银行借贷	(295)	(62)
股息	(243)	(215)
其他	34	3
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(494)</b>	<b>(273)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>119</b>	<b>(615)</b>
年初现金及现金等价物	1,825	1,940
汇兑	(5)	(88)
年末现金及现金等价物	1,940	1,236
抵押现金	-	-
<b>年末资产负债表现金及现金等价物</b>	<b>1,940</b>	<b>1,236</b>

来源: 公司

**主要比率**

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16A
<b>销售组合 (%)</b>			
空调电机	58.0	54.2	53.0
洗衣机电机	28.9	31.7	32.3
其他产品	13.1	14.1	14.7
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	15.4	13.8	14.8
税前利率	9.2	7.8	9.7
息税前收益	7.3	6.5	7.4
有效税率	20.1	17.2	23.2

**增长 (%)**

收入	4.4	(13.3)	(1.1)
毛利	0.2	(22.1)	6.2
净利润率	(13.2)	(34.1)	30.0
净利润	(14.0)	(23.3)	13.2

**资产负债比率**

流动比率 (x)	0.6	0.7	0.6
平均应收账款周转天数	113.3	135.6	101.2
平均应付帐款周转天数	134.5	135.7	119.8
平均存货周转天数	46.1	29.2	48.0
净负债/ 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金

**回报率 (%)**

资本回报率	16.0	12.0	13.1
资产回报率	8.5	6.9	8.0

**每股数据**

每股盈利 (港币)	0.238	0.183	0.208
每股股息 (港币)	0.075	0.065	0.075
每股账面值 (港币)	1.493	1.516	1.577

来源: 公司

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。