

内生与外延齐增长，收入上规模盈利将改善

2017. 04. 23

强烈推荐 (维持)

王亮 (分析师)	刘凯娜 (研究助理)
电话: 010-57385534	010-57385534
邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn	liukn@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310514080002	

现价:	6.82
目标价:	8.7
股价空间:	28%

事件一: 2017年4月18日, 公司公布了2017年第一季度报告: 2016年第一季度, 公司实现营业收入36.67亿元, 同比增长25.29%, 归属于母公司所有者的净利润0.61亿元, 同比增长14.14%; 扣非后归属于母公司所有者净利润0.42亿元, 同比增长0.69%。

事件二: 2017年3月30日, 公司公布了2016年公司年度报告: 2016年公司实现营业收入125.27亿元, 同比增长16.48%; 归属于母公司净利润2.20亿元, 同比增长712.46%; 扣非后归属于母公司所有者净利润1.6亿元, 同比增长68.66%。其中, 冰箱、冰柜业务收入约66.79亿元, 同比增长10.99%; 空调收入约41.58亿元, 同比增长21.74%; 洗衣机收入约5.08亿元, 同比增长42.73%; 公司小家电、厨卫等其他业务收入约6.80亿元, 同比增长28.36%。同时, 公司出口营业收入29.17亿元, 同比增长33.28%。

分析:

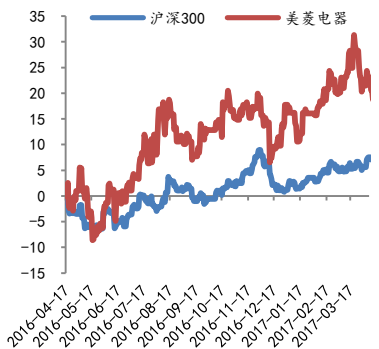
● 公司在2016年年报中预计2017年营业收入同比增长5%以上, 但根据公司2017年一季度的营收达25%的增长、以及我们对公司主营业务的分析, **我们预计未来三年公司营业收入将会保持15%左右的增长。** 1、公司冰箱主业, 借助变频和智能化趋势实现销量快速提升。其中, 变频冰箱渗透率由2015年的30%达到2016年估算值35%, 今年预计将达到45%以上, 由此**我们预计公司未来冰箱销量增速在18%左右。** 2、公司与Candy共同投资设立美菱卡迪洗衣机有限公司, 将迅速扩大公司洗衣机销售规模。按照公司可掌握的产能及新建产能目标, **我们预计公司洗衣机业务增速在25%左右。**

● **公司盈利水平将持续改善。** 随着公司渠道转型逐渐深入, 以及公司收入规模进入新阶段, 公司的销售费用率将逐渐降低。**我们预计公司销售费用增速低于收入增速, 销售费用率将逐渐降低至14%以下, 相应地公司净利润率也将逐步上升。**

● 我们预计公司2017、2018、2019年的EPS分别为0.29、0.39、0.47元, 对应当前的PE分别为23、17、14倍。我们按照2017年预计EPS的30倍估算, 合理股价为8.7元, 相比较20170421收盘价6.82元, 有28%的空间, 维持公司“强烈推荐”的评级。

单位: 百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12526.71	14450.00	16630.00	19270.00
同比 (%)	20.27%	15.35%	15.09%	15.87%
归属母公司净利润	220.22	298.75	402.64	488.78
同比 (%)	731.12%	35.66%	34.78%	21.39%
毛利率 (%)	19.94%	20.01%	20.07%	20.15%
净利率	1.76%	2.07%	2.42%	2.54%
ROE (%)	5.13%	4.92%	5.64%	6.52%
每股收益 (元)	0.21	0.29	0.39	0.47
P/E	29.31	23.25	17.25	14.21
P/B	1.27	1.01	0.96	0.91
EV/EBITDA	7.92	4.76	3.69	3.74

股价走势

股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
美菱电器	-11.7	-0.6	-5.1
家用电器	0.5	11.9	11.7
沪深300	0.0	4.1	4.5

基本资料

总市值 (亿元)	66.46
总股本 (万股)	104,459.79
流通股比例	56.71%
资产负债率	63.86%
大股东	四川长虹电器股份有限公司
大股东持股比例	22.47%

相关报告

美菱电器 (000521) (20161125) 深度报告: 专注变频与智能、加快品牌力提升, 在冰箱结构升级中最受益。

美菱电器 (000521) 点评报告 (20170105): 变频冰箱增长红利显著, 美菱电器受益明显

美菱电器 (000521) 调研报告 (20170212): 冰箱变频技术领先且具价格优势, 盈利水平将持续提升

冰箱行业专题报告 (20170305): 从高能效到超保鲜, 变频冰箱将持续高速增长



目录

1. 内生与外延齐增长，收入规模进入新阶段.....	5
1.1 变频冰箱快速普及，推动公司冰箱销量规模的快速增长.....	5
1.1.1 美菱冰箱销量增速高于其他品牌.....	5
1.1.2 预计今年公司变频冰箱约占 45-50%，冰箱销量增速在 18%左右.....	7
1.1.3 积极拓展外销渠道，有望给公司带来出口额的快速增长.....	8
1.2 与 CANDY 合作，美菱洗衣机业务将快速发展.....	8
1.2.1 美菱与 CANDY 合作，将加快公司洗衣机业务.....	8
1.2.2 我们预计公司洗衣机将有 25%以上的销量增长.....	9
1.3 综合型家电企业规模效应开始显现.....	10
1.3.1 空调业务维持稳定增长.....	10
1.3.2 其它业务保持较快增长.....	11
2. 收入上规模和“提效”策略显成效，预计公司净利润率将逐步上升.....	11
3. 公司整体盈利预测与估值.....	12
3.1 公司盈利预测与估值.....	12
3.2 风险提示.....	13



图表目录

图表 1 今年一季度营业收入大幅增长	4
图表 2 今年一季度公司归母净利润持续增长	4
图表 3 2016 年公司净利润率略微下降	4
图表 4 2016 年公司销售毛利率在 20%左右	4
图表 5 2016 年公司主营冰箱和空调收入增长明显	5
图表 6 2016 年公司冰箱毛利率下滑	5
图表 7 2016 年开始国内变频冰箱渗透率快速提升 (%)	5
图表 8 变频冰箱行业继续保持高速增长 (%)	5
图表 9 变频冰箱成拉动冰箱整体销量增长的主要动力	5
图表 10 零售端变频冰箱市场占有率快速提升至 37.4%	5
图表 11 定频冰箱销量逐年下降	6
图表 12 定频冰箱是冰箱出口的主要组成部分	6
图表 13 2016 年美菱冰箱销量同比增长 22.0%，行业平均水平	6
图表 14 2016 年美菱冰箱销量同比增速高于其他冰箱企业	6
图表 15 2016 年 6 月以来美菱冰箱内销同比增速居行业前列	6
图表 16 2016 年美菱冰箱出口同比增速居行业前列	6
图表 17 出货端公司所占市场份额不断提升	7
图表 18 零售端公司所占市场份额维持稳定	7
图表 19 公司冰箱出货均价为 1246 元（根据产业在线数据估算）	7
图表 20 零售端冰箱价格逐渐上升	7
图表 21 美菱冰箱销量预测	8
图表 22 公司拓展外销渠道回顾	8
图表 23 冰箱行业出口增长迅速	8
图表 24 2016 年美菱冰箱出口增速为 39%，高于行业 12%	8
图表 25 洗衣机行业产销量持续增长	9
图表 26 洗衣机行业出口销量增长较快	9
图表 27 惠而浦（中国）为行业第二阵营市场份额 5%左右	10
图表 28 惠而浦（中国）年销量在 200 万台以上	10
图表 29 公司空调销量增长迅速	10
图表 30 公司空调销量增长速度远高于行业平均水平	10
图表 31 公司内销增长速度持续加快	10
图表 32 公司空调出口保持高速增长	10
图表 33 公司其它业务组成	11
图表 34 2016 年其它业务各部分营业收入（亿）	11
图表 35 公司员工构成更加合理	11
图表 36 公司营销策略的变化	12
图表 37 公司销售费用率逐渐下降	12
图表 38 公司管理费用率逐渐下降	12
图表 39 公司各业务重要指标预测	12
图表 40 公司重要财务指标预测	13
图表 41 盈利预测表（单位：百万元）	14



事件一：

2017年4月18日，公司公布了2017年第一季度报告：2016年第一季度，公司实现营业收入36.67亿元，同比增长25.29%，归属于母公司所有者的净利润0.61亿元，同比增长14.14%；扣非后归属于母公司所有者净利润0.42亿元，同比增长0.69%。

事件二：

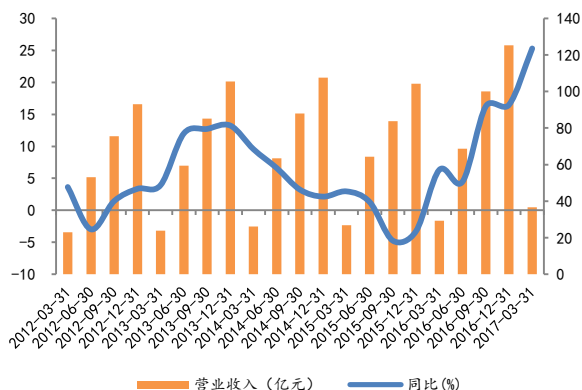
2017年3月30日，公司公布了2016年公司年度报告：2016年公司实现营业收入125.27亿元，同比增长16.48%；归属于母公司净利润2.20亿元，同比增长712.46%；扣非后归属于母公司所有者净利润1.6亿元，同比增长68.66%。

其中，冰箱、冰柜业务收入约66.79亿元，同比增长10.99%；空调收入约41.58亿元，同比增长21.74%；洗衣机收入约5.08亿元，同比增长42.73%；公司小家电、厨卫等其他业务收入约6.80亿元，同比增长28.36%。同时，公司出口营业收入29.17亿元，同比增长33.28%。

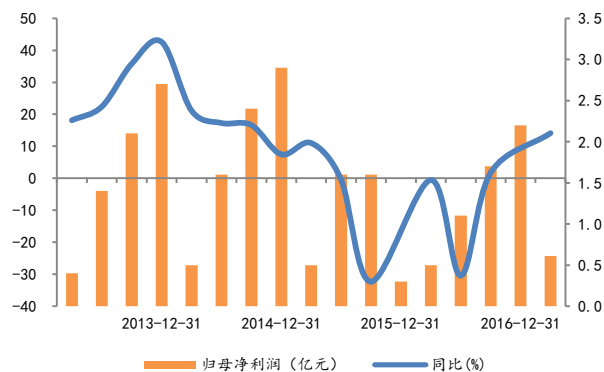
2016年公司营业收入增速加快，同比增长16%（注：2015年底收购长虹日电98.856%的股权，2016年增速考虑了调整合并报表的期初数）。由于2016年以来上游原材料价格持续提升，2016年公司采购原材料总金额同比上升17.4%，营业成本同比上升20%，公司毛利率下降至20%左右。公司在2016年报中预计2017年营业收入同比增长5%以上，归属母公司净利润增长15%以上。

公司2017年一季度的营收保持高速增长，同比增长25%。我们认为公司收入增速仍在上升通道。

图表1 今年一季度营业收入大幅增长



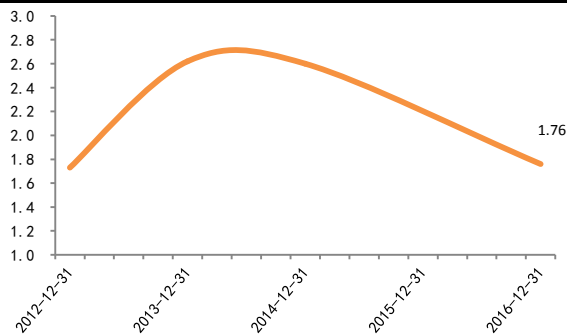
图表2 今年一季度公司归母净利润持续增长



资料来源：WIND，广证恒生

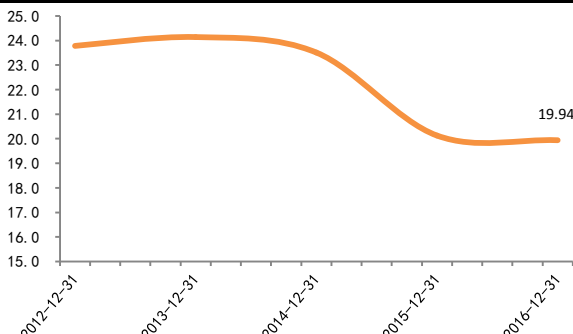
资料来源：WIND，广证恒生（注：对2015、2016年平滑处理）

图表3 2016年公司净利润率略微下降



资料来源：WIND，广证恒生（注：对2015年平滑处理）

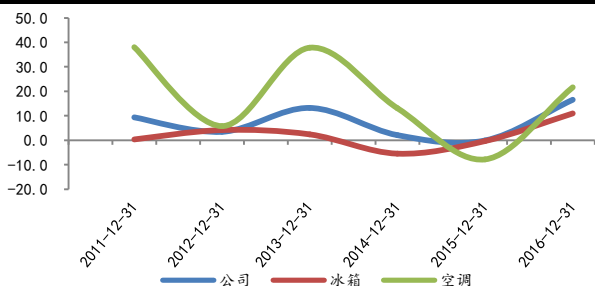
图表4 2016年公司销售毛利率在20%左右



资料来源：WIND，广证恒生

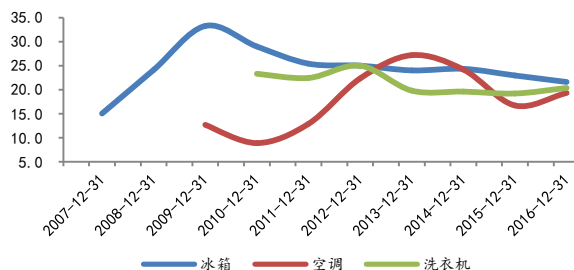


图表 5 2016 年公司主营冰箱和空调收入增长明显



资料来源：WIND，广证恒生

图表 6 2016 年公司冰箱毛利率下滑



资料来源：WIND，广证恒生

1. 内生与外延齐增长，收入规模进入新阶段

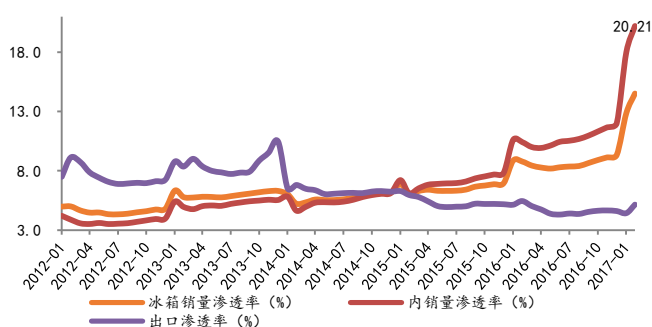
1.1 变频冰箱快速普及，推动公司冰箱销量规模的快速增长

1.1.1 美的冰箱销量增速高于其他品牌

一、内销市场变频替代定频成为冰箱行业最大的特征

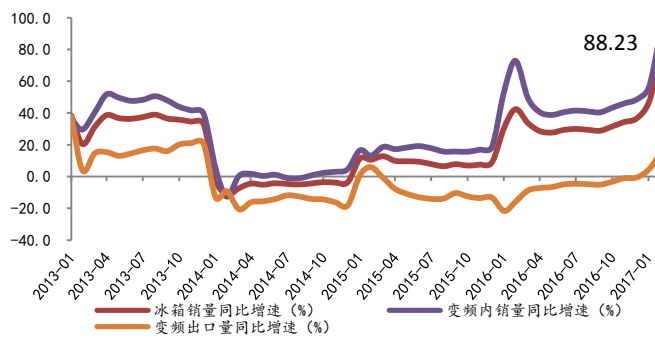
我们在《【广证恒生家电】变频冰箱行业专题报告：从高效到超保鲜，变频冰箱将持续高速增长（20170305）》中预计，从 2016 年到 2020 年变频冰箱年复合增速约为 35%，成为冰箱行业增长的最大动力。

图表 7 2016 年开始国内变频冰箱渗透率快速提升 (%)



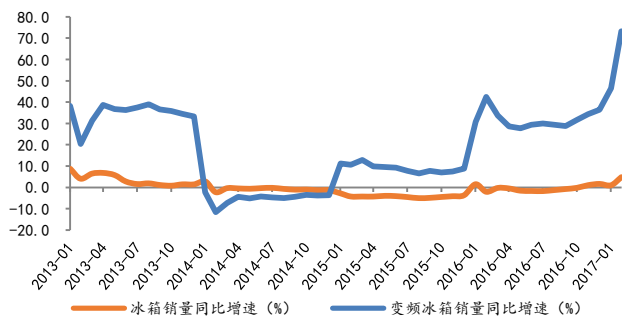
数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 8 变频冰箱行业继续保持高速增长 (%)



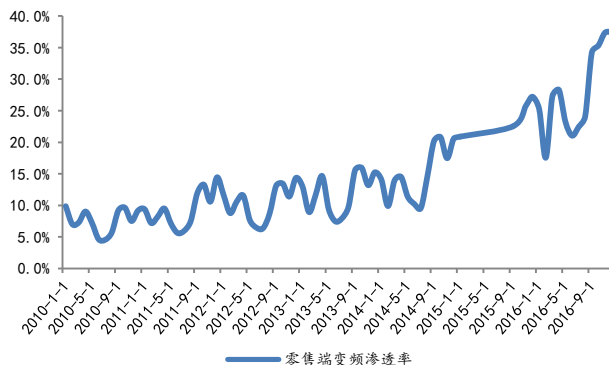
数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 9 变频冰箱成拉动冰箱整体销量增长的主要动力



数据来源：产业在线，广证恒生整理

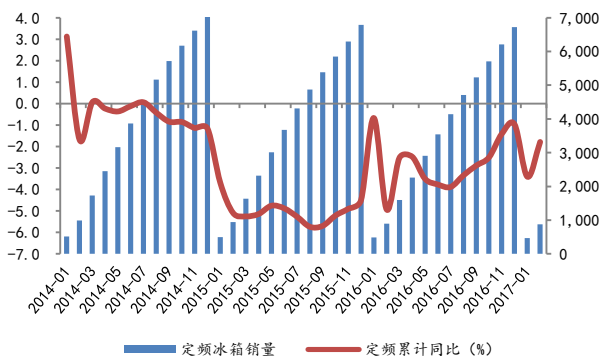
图表 10 零售端变频冰箱市场占有率快速提升至 37.4%



数据来源：中怡康，广证恒生整理

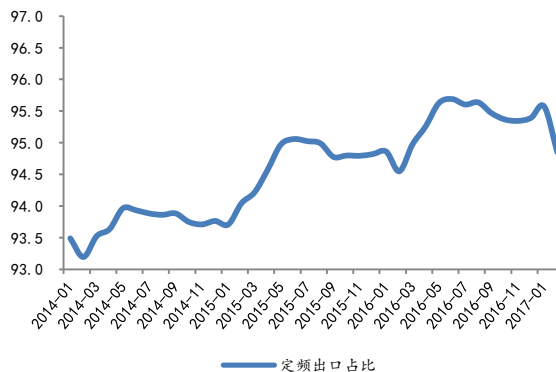


图表 11 定频冰箱销量逐年下降



数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 12 定频冰箱是冰箱出口的主要组成部分

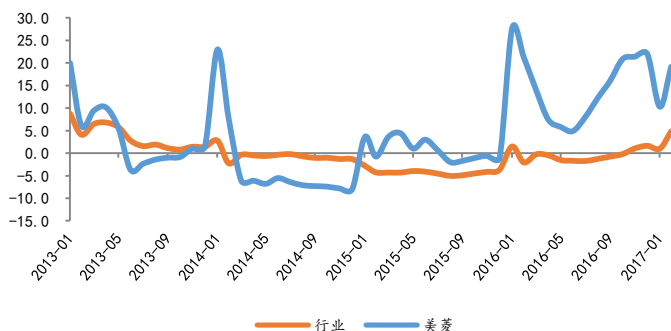


数据来源：中怡康，广证恒生整理

二、冰箱销量美菱增速高于其他品牌

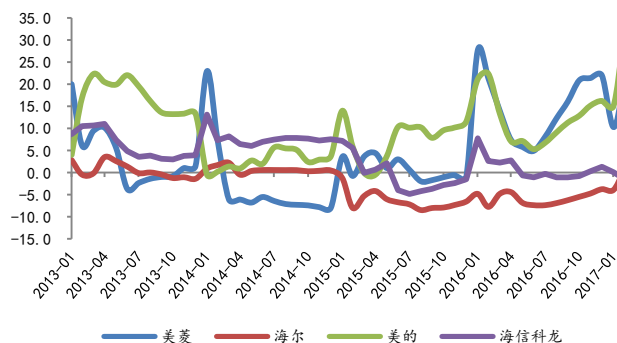
在冰箱销量方面，美菱的增长速度要远高于海尔和海信科龙。其中，内销方面，美菱的增长速度远高于海信科龙和海尔；出口方面，美菱销量增速更是远高于其他三个企业。

图表 13 2016 年美菱冰箱销量同比增长 22.0%，行业平均水平



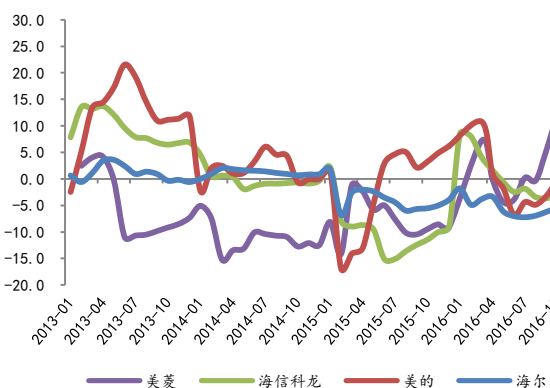
数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 14 2016 年美菱冰箱销量同比增速高于其他冰箱企业



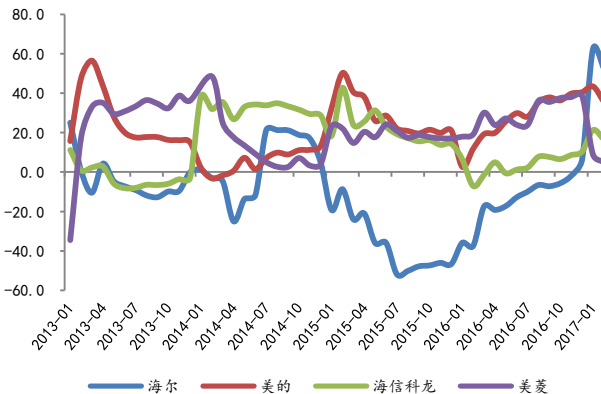
数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 15 2016 年 6 月以来美菱冰箱内销同比增速居行业前列



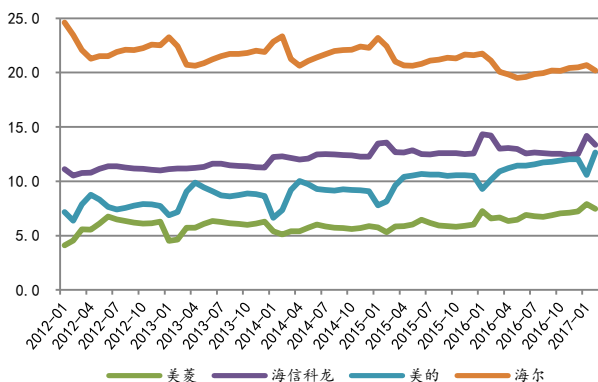
数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 16 2016 年美菱冰箱出口同比增速居行业前列



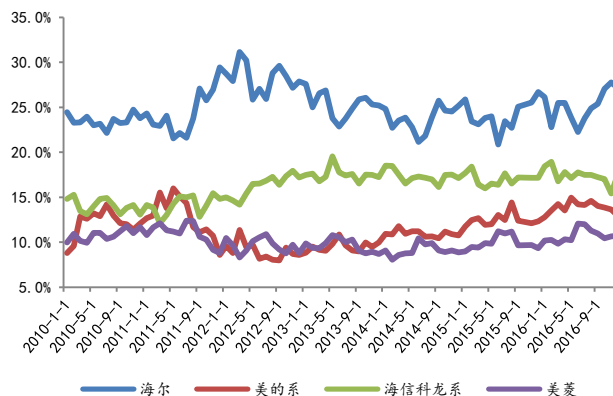
数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 17 出货端公司所占市场份额不断提升



数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 18 零售端公司所占市场份额维持稳定

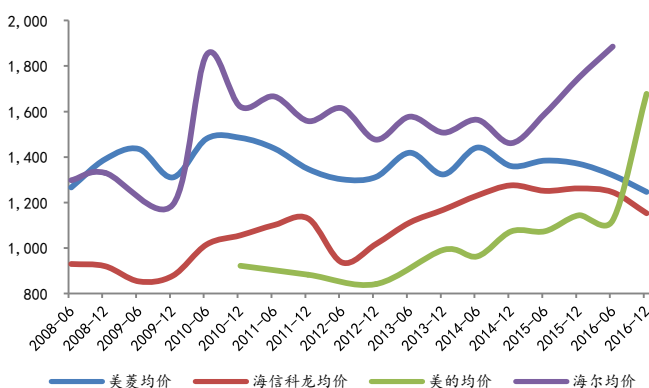


数据来源：中怡康，广证恒生整理

三、冰箱出货价格

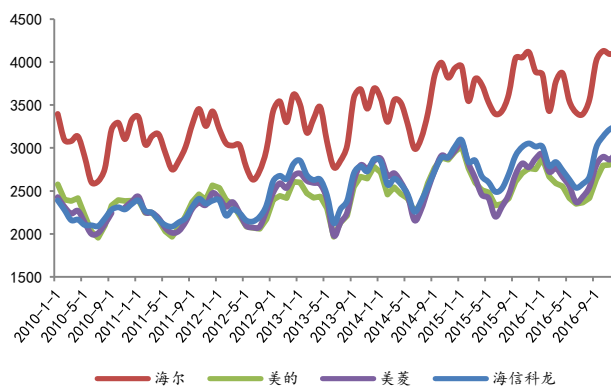
我们考虑公司在内外销市场上高端产品（变频、大容量多门、风冷等）技术的优势和市场份额的提升，我们预计公司未来的出货价将会略有上升。

图表 19 公司冰箱出货均价为 1246 元（根据产业在线数据估算）



数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 20 零售端冰箱价格逐渐上升



数据来源：中怡康，广证恒生整理

1.1.2 预计今年公司变频冰箱约占 45-50%，冰箱销量增速在 18%左右

2015 年报数据显示，公司变频冰箱占出货量的 30%，公司冰箱总出货量 439 万台，因此 2015 年公司变频冰箱销量为 131 万台。根据我们测算，2015 年冰箱行业变频冰箱约有 75%来自内销，因此公司 2015 年变频冰箱内销量为 99 万台。2016 年变频冰箱销量为 186 万台，按冰箱行业变频冰箱 80%来自内销可估算出公司 2016 年变频冰箱内销量为 153 万台。2016 年美菱变频冰箱同比增速为 42%（行业 36.5%），内销变频增速为 55%（行业 48%），高于行业平均水平。

因此，我们认为公司的变频占比将会继续提升，预计 2017 年，公司变频冰箱约有 45-50%占比，且之后仍会持续提升。据此，我们预计公司冰箱总销量保持在 18%左右增速。



图表 21 美菱冰箱销量预测

预测项目	2015	2016	预测复合增速	2017E	2018E	2019E	2020E
总销量（万台）	439	536（22%）	18%	637	752	896	1047
冰箱内销	280	316（13%）	21%	387	466	570	673
变频内销	99	153（55%）	40%	252（65%）	353（40%）	476（35%）	595（25%）
定频内销	181	163（-11%）	-20%	135	113	94	78
冰箱外销	159	220（38%）	14%	250	286	326	374
变频出口	32	33（3%）	3%	34	35	36	37
定频出口	127	187（47%）	16%	216	251	290	337
变频（内+外）数量（占比）	131（30%）	186（35%）		286（45%）	388（52%）	512（57%）	632（60%）

资料来源：广证恒生

1.1.3 积极拓展外销渠道，有望给公司带来出口额的快速增长

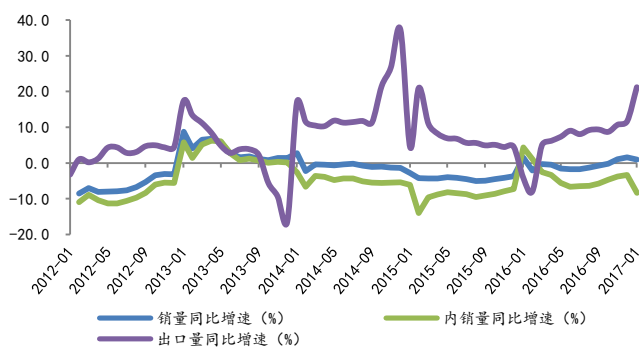
2017年3月21日，公司与Candy集团签署了《战略合作框架协议》。协议包括公司与Candy在冰箱方面的合作，在技术方面，双方共同开展深度的技术研发合作，进一步提升双方冰箱（柜）产品技术水平；在产品方面，Candy集团将公司作为其冰箱（柜）产品的战略合作供应商，并在满足Candy集团需求的情况下，将公司作为其独家供应商，由公司向其提供冰箱（柜）产品。双方将共同努力，促进Candy集团冰箱（柜）的推广及销售，推动公司冰箱（柜）海外业务的发展。

图表 22 公司拓展外销渠道回顾

时间	项目
2014年	公司控股子公司中山长虹在巴基斯坦投资672.40万美元建设冰箱项目
2017年	公司与Candy集团签署《战略合作框架协议》

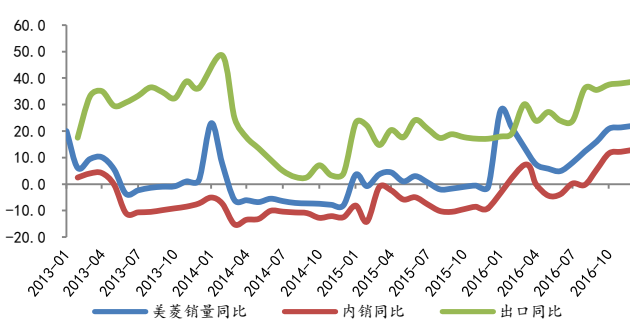
资料来源：广证恒生整理

图表 23 冰箱行业出口增长迅速



数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 24 2016年美菱冰箱出口增速为39%，高于行业12%



数据来源：产业在线，广证恒生整理

1.2 与CANDY合作，美菱洗衣机业务将快速发展

1.2.1 美菱与CANDY合作，将加快公司洗衣机业务



CANDY 是 1945 年成立于意大利的电器制造商，成立当年生产了第一台意大利制造洗衣机，上世纪 50 年代末，CANDY 集团发明了现代化滚筒洗衣机。1979 年 CANDY 与金羚集团江门市洗衣机厂合资组建了金羚电器有限公司，在中国投资建设了中国第三大洗衣机生产基地，年产量 300 万台。

金羚是国内洗衣机行业传统品牌，1979 年生产出第一台国产自动洗衣机。但国产洗衣机在大容量、高端领域长期缺乏核心技术。因此，同拥有洗衣机核心技术的 Candy 合作帮助金羚提升了自身竞争力，并打开了海外市场。

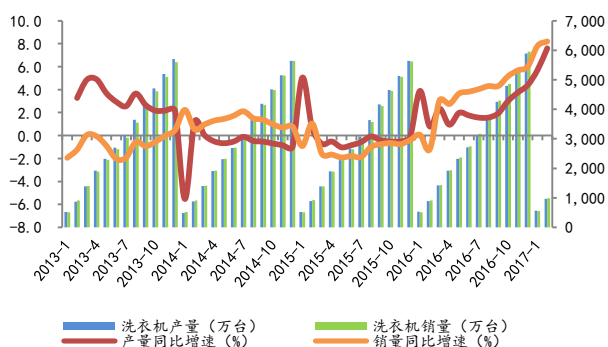
公司与 Candy 共同投资设立美菱卡迪洗衣机有限公司，注册资本 1.5 亿元，其中公司以现金出资人民币 9,000 万元，Candy 集团以现金出资人民币 6,000 万元。

此次美菱与 CANDY 的合作，对于 CANDY 而言，美菱电器在中国国内拥有健全的营销渠道，同时，美菱的变频冰箱拥有技术优势，CANDY 在冰箱领域可以同时利用美菱的技术与渠道打开中国市场。对于美菱而言，公司在 2016 年成为洗衣机行业内份额增幅最快的洗衣机品牌，销售数量增长 34.79%，销售金额增长 44.77%，但目前洗衣机收入份额不到公司总营业收入的 10%，且在高端大容量洗衣机领域暂时空白，公司迫切希望洗衣机业务能够快速提高市场份额，成为公司营业收入增长的一个重要增长点。

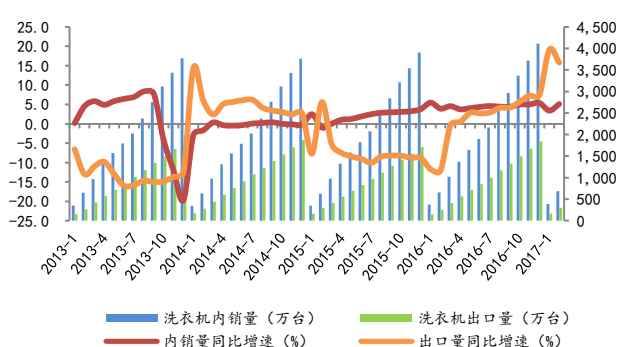
1.2.2 我们预计公司洗衣机将有 25% 以上的销量增长

根据产业在线，2016 年全年洗衣机销量 5950 万台，同比增长 6%。全年内销量 4115 万台，同比增长 5.4%；全年出口销量 1836 万台，同比增长 7.5%。其中，洗衣机行业上半年销售收入 263 亿元，同比下降 4.6%，价格竞争加剧。美菱洗衣机在 2016 年取得 5.1 亿元营业收入，同比增长 42.7%，实现逆势增长。

图表 25 洗衣机行业产销量持续增长



图表 26 洗衣机行业出口销量增长较快



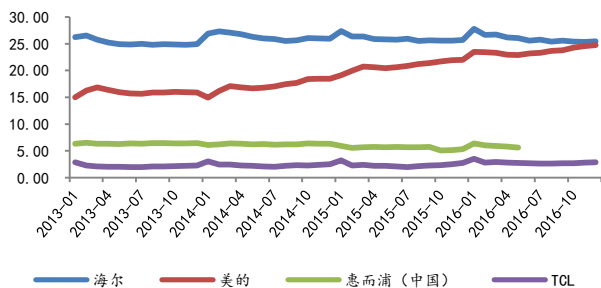
数据来源：产业在线，广证恒生整理

数据来源：中怡康，广证恒生整理

2017 年 3 月 28 日，公司董事会通过《关于公司投资建设 200 万台洗衣机生产基地项目的议案》。根据公司战略发展规划，结合公司经营需要，为弥补洗衣机产业的研发、制造能力短板，满足市场需求，公司拟投资不超过 37,121 万元建设 200 万台全自动洗衣机生产基地项目。其中，设备投资 13,681 万元，购买土地投资不超过 4,000 万元，基建投资不超过 18,440 万元，铺底流动资金 1,000 万元。该项目完成后，将会促进公司洗衣机产业发展，增强洗衣机产品的竞争能力、盈利能力和未来持续发展动力。

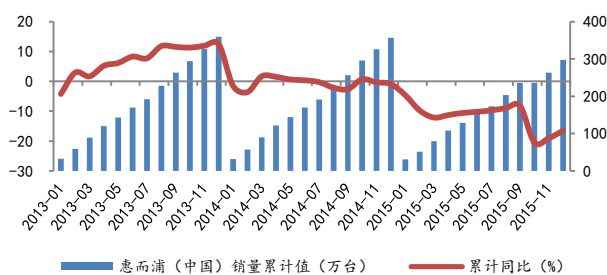
公司在 2016 年半年报中提出，未来三至五年实现洗衣机进入行业第二阵营，成为公司支柱产业之一。我们认为，要达到该目标，到 2020 年洗衣机销量至少达到 200 万台以上。按照公司可掌握的产能及新建产能目标，以公司现有的洗衣销量 80-90 万台预计，公司洗衣机销量的复合增速约为 25%。

图表 27 惠而浦（中国）为行业第二阵营市场份额 5%左右



数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 28 惠而浦（中国）年销量在 200 万台以上



数据来源：中怡康，广证恒生整理

1.3 综合型家电企业规模效应开始显现

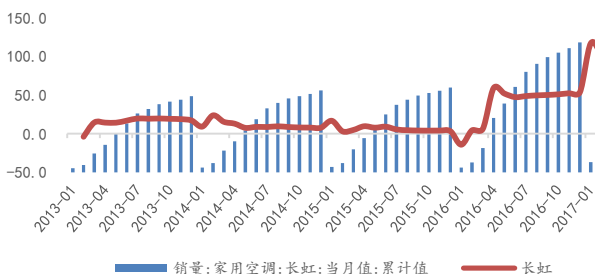
1.3.1 空调业务维持稳定增长

2016 年公司空调业务总销量 336 万台，同比增长 53.55%。其中内销量 207 万台，同比增长 19%；外销 80 万台，同比增长 72%。

根据年报分析，空调外销强劲主要原因有：1、公司在巴基斯坦拥有空调制造基地，2016 年美菱设立印尼子公司，销售长虹空调等产品。2、品牌上坚持“自主品牌+OEM/ODM”的品牌结构，不断提升出口产品的综合竞争力。

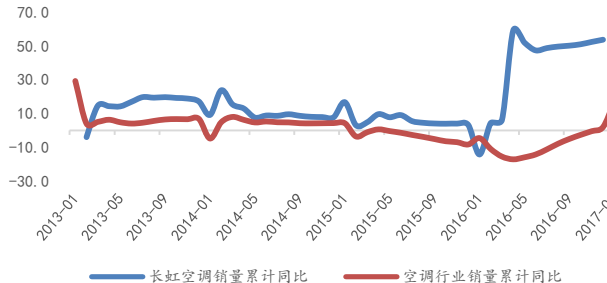
我们认为，公司国内营销渠道仍有较大空间。公司外销将随着在海外持续拓张研发基地和生产基地，还有更大的增长空间。我们保守预计公司未来空调销量增速保持在 10%左右。

图表 29 公司空调销量增长迅速



数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 30 公司空调销量增长速度远高于行业平均水平



数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 31 公司内销增长速度持续加快



数据来源：产业在线，广证恒生整理

图表 32 公司空调出口保持高速增长



数据来源：产业在线，广证恒生整理



1.3.2 其它业务保持较快增长

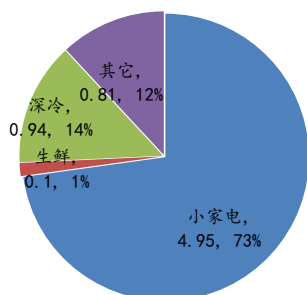
2015 年底，公司购买广东长虹日电科技有限公司 98.9% 股权，主要发展长虹日电自有的厨卫、小家电业务。2016 年长虹日电营业收入为 4.95 亿，同比增长 46.4%。

图表 33 公司其它业务组成

其它业务组成	细分	经营主体
深冷	超低温冷冻箱、医用冷藏箱	中科美菱（835892.00）
生鲜电商	-	长美科技（购食汇）
小家电	厨卫电器 吸油烟机品牌：长虹、美菱 燃气灶：长虹、美菱 保洁柜，电热水器，燃气热水器，集成环保灶	广东长虹日电
	环境电器 空气净化器，净水机	
	生活电器 电压力锅，电饭煲，电磁炉，电热水壶，养生壶，电蒸炉，电炖盅，酸奶机，消毒器，电炸锅，面包机，饮水机，电暖器，空调扇，挂烫机，车载环视系统，制氧机	

资料来源：公司官网，广证恒生整理

图表 34 2016 年其它业务各部分营业收入（亿）



数据来源：公司官网、wind，广证恒生整理

2. 收入上规模和“提效”策略显成效，预计公司净利润率将逐步上升

公司在销售转型上实现了突破，国内营销在策略转型上实现了从政策牵引驱动的压货式向以终端零售拉动模式的转变，同时建成了终端零售数据系统，终端信息得到快速反应。

公司现在更加重视销售渠道的扁平化发展，逐步由营销公司和区域营销公司，过渡到公司营销中心和区域办事处。2015 年公司进行渠道转型，公司销售人员从 2014 年 3,379 人快速增加到 2015 年 7,114 人，但由于 2015 年冰箱行业整体低迷，渠道转型的效益并没有在营业收入中体现出来。2016 年，公司渠道转型后的效益开始体现，销售人员减为 6196 人，但公司营业收入仍然保持 16.5% 的快速增长。随着渠道转型的逐渐深入，公司的销售费用率将会降低。

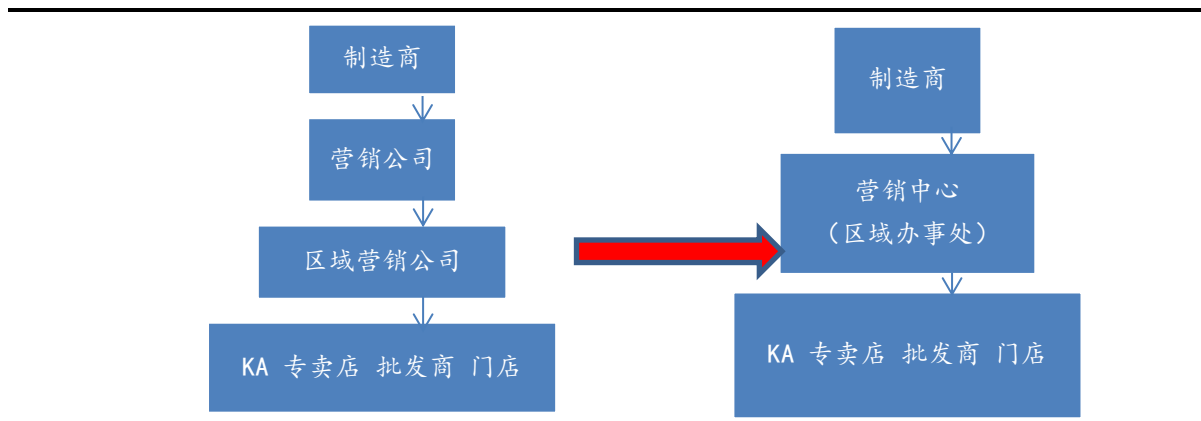
图表 35 公司员工构成更加合理

员工构成	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
生产人员	1,950	2,030	2,043	10,031	8,265	9,587	9,698	9,894
销售人员	721	975	834	3,164	3,616	3,379	7,114	6196
技术人员	296	296	458	627	765	764	813	2,229
财务人员	118	121	148	226	200	192	213	239
行政人员	309	374	565	1,022	410	430	452	409

资料来源：公司年报，广证恒生整理



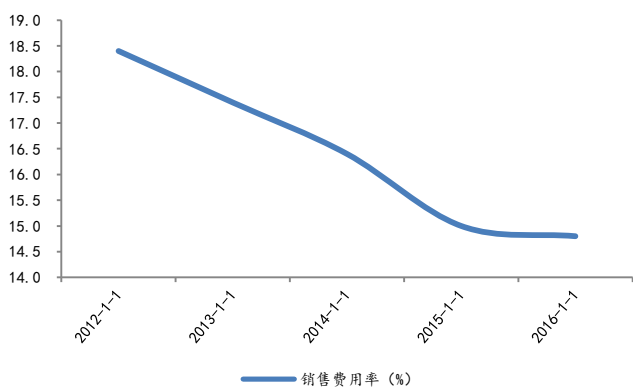
图表 36 公司营销策略的变化



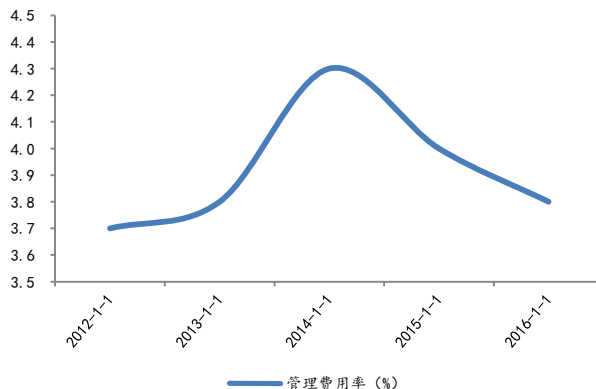
资料来源：广证恒生整理

此外，随着公司收入规模进入新阶段，规模效应将会体现，最突出的表现在销售费用率将逐步降低，相应地公司净利润率将逐步上升。2016年公司的销售费用率为14.81%，根据以上论述我们预计2017、2018、2019年公司销售费用率分别为14.5%、14.2%、13.9%，对应销售费用的增速为13%。

图表 37 公司销售费用率逐渐下降



图表 38 公司管理费用率逐渐下降



数据来源：wind，广证恒生整理

数据来源：wind，广证恒生整理

3. 公司整体盈利预测与估值

3.1 公司盈利预测与估值

图表 39 公司各业务重要指标预测

预测项目		2015A	2016A	预测复合增速	2017E	2018E	2019E	2020E
冰箱	销量(万台)	439	536 (22%)	18%	637 (19%)	752 (18%)	896 (19%)	1047 (17%)
	价格(元)	1370	1246	保持不变	1246	1246	1246	1246
	销售额(亿)	60.2	66.8 (11%)	18%	79.4	93.7	111.6	130.5
空调	空调销量(万台)	219	336	10%	370	406	447	492



	均价	1560	1240		1240	1240	1240	1240
	销售额(亿)	34.1	41.6	10%	45.8	50.4	55.5	61.0
洗衣 机	销量(万台)	52	85	25%	106	132	165	206
	均价(元)	600	600		600	600	600	600
	销售额(亿)	3.1	5.1	25%	6.3	7.9	9.9	12.3
	其它业务收入	6.8	11.8	10%	13	14.3	15.7	17.2
	收入合计	104.2	125.3		144.5	166.3	192.7	221.0
	收入增速		20.2%	15.3%	15.5%	15.1%	15.9%	14.6%

资料来源：广证恒生

图表 40 公司重要财务指标预测

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12526.71	14450.00	16630.00	19270.00
同比(%)	20.27%	15.35%	15.09%	15.87%
归属母公司净利润	220.22	298.75	402.64	488.78
同比(%)	731.12%	35.66%	34.78%	21.39%
毛利率(%)	19.94%	20.01%	20.07%	20.15%
净利率	1.76%	2.07%	2.42%	2.54%
ROE(%)	5.13%	4.92%	5.64%	6.52%
每股收益(元)	0.21	0.29	0.39	0.47
P/E	29.31	23.25	17.25	14.21
P/B	1.27	1.01	0.96	0.91
EV/EBITDA	7.92	4.76	3.69	3.74

资料来源：广证恒生

根据上表预测数据，我们预计公司 2017、2018、2019 年的 EPS 分别为 0.29、0.39、0.47 元，对应当前的 PE 分别为 23、17、14 倍。我们按照 2017 年预计 EPS 的 30 倍估算，合理股价为 8.7 元，相比较 20170421 收盘价 6.82 元，有 28% 的空间，维持公司“强烈推荐”的评级。

3.2 风险提示

- 1、如果原材料成本持续过快增长，以至于公司提高出货价格也难以抵御。
- 2、市场支持费用增长过快导致销售费用率的提高。
- 3、品牌宣传不够导致市场份额被抢占。



图表 41 盈利预测表（单位：百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10229.72	12067.83	12669.43	13970.49
现金	4058.87	6226.07	6375.48	6243.81
应收账款	1118.96	1712.76	1546.17	2230.11
其它应收款	39.55	45.63	52.51	60.85
预付账款	134.71	155.26	178.54	206.70
存货	1974.53	2275.82	2617.06	3029.80
其他	2903.11	1652.29	1899.66	2199.23
非流动资产	2277.84	2862.41	3569.79	4783.66
长期投资	81.64	79.92	78.20	76.47
固定资产	1279.88	1400.48	1845.67	2909.56
无形资产	658.99	710.58	768.19	840.94
其他	257.33	671.43	877.74	956.69
资产总计	12507.57	14930.24	16239.22	18754.15
流动负债	6795.18	7422.82	8416.56	10530.13
短期借款	288.34	0.00	0.00	713.15
应付账款	2331.90	2689.93	3095.74	3587.19
其他	4174.93	4732.89	5320.82	6229.79
非流动负债	546.31	362.70	354.92	347.14
长期借款	38.91	31.13	23.35	15.56
其他	507.40	331.58	331.58	331.58
负债合计	7341.49	7785.52	8771.48	10877.27
少数股东权益	70.92	70.86	70.77	70.67
归属母公司股东权益	5095.16	6901.24	7224.35	7633.60
负债和股东权益	12507.57	14757.62	16066.61	18581.54

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12526.71	14450.00	16630.00	19270.00
营业成本	10028.39	11558.62	13291.75	15387.99
营业税金及附加	137.86	159.02	183.01	212.07
营业费用	1855.40	2095.25	2361.46	2678.53
管理费用	472.15	544.64	626.80	726.31
财务费用	-139.88	-180.91	-224.22	-223.84
资产减值损失	1.35	1.56	1.80	2.08
公允价值变动收益	11.50	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.30	14.30	14.30	14.30
营业利润	197.25	286.12	403.69	501.17
营业外收入	57.92	57.92	57.92	57.92
营业外支出	5.95	5.95	5.95	5.95
利润总额	249.21	338.09	455.66	553.13
所得税	29.04	39.40	53.10	64.46
净利润	220.17	298.69	402.55	488.67
少数股东损益	-0.05	-0.06	-0.09	-0.10
归属母公司净利润	220.22	298.75	402.64	488.78
EBITDA	386.86	566.59	688.66	901.99
EPS（摊薄）	0.21	0.29	0.39	0.47

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	985.39	1907.31	1032.44	639.83
净利润	220.17	298.69	402.55	488.67
折旧摊销	179.32	296.14	326.85	421.62
财务费用	-139.88	-180.91	-224.22	-223.84
投资损失	-14.30	-14.30	-14.30	-14.30
营运资金变动	25.85	1509.50	541.56	-32.32
其它	714.23	-1.81	0.00	0.00
投资活动现金流	-935.18	-866.40	-1019.93	-1621.19
资本支出	64.38	762.12	709.11	1215.59
长期投资	6.60	-1.72	-1.72	-1.72
其他	-864.20	-106.01	-312.55	-407.32
筹资活动现金流	1765.74	1126.29	136.91	136.53
短期借款	229.66	-288.34	0.00	0.00
长期借款	-204.10	-7.78	-7.78	-7.78
其他	1740.17	1422.42	144.69	144.31
现金净增加额	1815.95	2167.20	149.41	-844.83

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	20.3%	15.4%	15.1%	15.9%
营业利润增长率	90.5%	45.1%	41.1%	24.1%
归属于母公司净利润增长率	731.1%	35.7%	34.8%	21.4%
获利能力				
毛利率	19.9%	20.0%	20.1%	20.1%
净利率	1.8%	2.1%	2.4%	2.5%
ROE	5.1%	4.9%	5.6%	6.5%
ROIC	3.2%	3.4%	4.4%	5.1%
偿债能力				
资产负债率	58.7%	52.1%	54.0%	58.0%
净负债比率	11.6%	0.6%	0.4%	9.6%
流动比率	1.51	1.63	1.51	1.33
速动比率	1.21	1.32	1.19	1.04
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.05	1.07	1.10
应收账款周转率	10.21	10.21	10.21	10.21
应付账款周转率	5.13	5.13	5.13	5.13
每股指标（元）				
每股收益（最新摊薄）	0.21	0.29	0.39	0.47
每股经营现金流（最新摊薄）	0.94	1.83	0.99	0.61
每股净资产（最新摊薄）	4.95	6.67	6.98	7.38
估值比率				
P/E	29.31	23.25	17.25	14.21
P/B	1.27	1.01	0.96	0.91
EV/EBITDA	7.92	4.76	3.69	3.74



机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86) 18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86) 13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86) 18611153323	liwq_a@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86) 18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张妤	(86) 13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86) 18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86) 15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	樊正兰	(86) 18898886127	fanzl@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86) 13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86) 15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn
	邓玲	15914306876	dengl@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

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及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我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。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。