

浙江美大 (002677) \家用电器

——浙江美大如期迎来高增长

事件:

浙江美大7月17日发布半年度业绩快报称, 归属于母公司所有者的净利润为9916.3万元, 较上年同期增51.04%; 营业收入为3.73亿元, 较上年同期增55.97%; 基本每股收益为0.15元, 较上年同期增50.00%。

投资要点:

- 公司主攻三四线市场, 享受房市增长红利;
- 公司产品与主流吸油烟机相比具有价格优势和产品优势;
- 公司超强盈利能力来自于技术创新;

盈利预测与投资结论

公司主攻三四线市场, 与传统吸油烟机形成差异化竞争, 随着近年三四线城市房地产高增长后的装修高峰期的到来, 厨电市场继续保持高增长, 公司的集成灶作为新产品的市场认可度进一步提高, 有望在未来3年保持年均35%左右的营收增长率, 毛利率也有望维持在50%以上的高位, 预期2017-2019年EPS分别为0.43元、0.58元、0.78元, 3年年复合增长率35%, 考虑到其较小市值(90多亿元)及厨电行业的高增长, 给予推荐评级。

风险提示

三四线房市景气度不及预期、行业推广不及预期、产品竞争激烈度高

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	517.88	665.68	931.96	1,258.14	1,698.49
增长率(%)	10.28%	28.54%	40.00%	35.00%	35.00%
EBITDA(百万元)	204.02	268.24	349.69	458.59	605.61
净利润(百万元)	155.64	202.66	276.29	372.66	504.07
增长率(%)	13.00%	30.21%	36.33%	34.88%	35.26%
EPS(元/股)	0.24	0.31	0.43	0.58	0.78
市盈率(P/E)	56.89	43.69	32.05	23.76	17.57
市净率(P/B)	8.49	7.69	6.94	6.13	5.30
EV/EBITDA	26.88	33.01	26.31	20.15	15.42

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

投资建议: **推荐**
 上次建议: **强烈推荐**
 当前价格: 13.71元
 目标价格: 22元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	646/280
流通A股市值(百万元)	3,839
每股净资产(元)	1.86
资产负债率(%)	19.30
一年内最高/最低(元)	15.80/10.07

一年内股价相对走势



钱建 分析师
 执业证书编号: S05905101240001
 电话: 0510-85613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

钱建、邢瀚文
 电话: 0510-85613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

相关报告

- 《浙江美大 (002677) \家用电器行业》
《浙江美大步入高增长》
- 《浙江美大 (002677) \家用电器行业》
《浙江美大 2017 年延续高增长》
- 《浙江美大 (002677) \家用电器行业》
《浙江美大集成灶业务走进快车道》

➤ 三四线城市地产火爆推动装修后市场增长

根据穆迪投资者服务公司 29 日发布的报告，2017 年前 5 个月我国一线和二线城市房地产合约销售额同比分别下滑 30.1%和 12.9%，而三四线城市却受一二线城市溢出效应以及投资需求支撑，合约销售额较去年同期增长 36%。三四线城市地产的火爆带动三四线城市家装后市场高速发展，浙江美大主攻三四线市场与传统吸油烟机形成差异化竞争，享受到三四线房地产市场红利，销售规模逐步扩大。

➤ 公司产品与主流吸油烟机相比仍有相当的价格优势和产品优势

公司的主流产品将烟灶消整合为一，价格在 7000-13000 之间，与传统的吸油烟机+燃气灶+消毒柜+台面相比，有两点优势：第一，价格上较传统四件套更加便宜，吸油烟机的龙头企业老板电器烟灶消价格在 7000-17000 之间，再加上燃气灶所占台面价格，集成灶较传统产品便宜 10%左右；第二，从空间利用角度和产品本身吸油烟效果来看更有优势，集成灶与传统烟灶消相比更节约空间，而且集成灶运用微空气动力学原理，采用侧吸或深井侧吸、下排风产生流体负压区的原理，让油烟不经人脸直接被吸走排出，除油烟率达 99.6%以上。由于集成灶“下柜”具有较好的功能延展性，可以安装烤箱、蒸箱、洗碗机、微波炉、净水器、冰箱等，更契合目前客户个性化、定制化的需求。

➤ 浙江美大超强盈利能力来自于技术创新

目前公司拥有 200 多台套具有国内领先水平的厨电专业检测和检验设备，并拥有 23 个按国家 CNAS 标准建立的产品检测中心，涵盖了燃烧&油烟性能、消毒性能、电气性能&环境、空气动力性能、运输模拟&环境等五大试验室。公司 2016 年开发集成灶系列新品 5 个，研发核心技术 20 项，申请专利 18 项，授权专利 12 项，累计获得专利 142 项，其中国际 PCT 专利 9 项，发明专利 21 项。产品获得中国家电艾普兰奖、厨电行业发明奖、中国集成灶高效净化环保之星、浙江制造等。在稳固主营优势的同时，公司也积极向上下游业务拓展，相继开发了集成水槽、电蒸炉、电烤箱和洗碗机等厨电产品，形成完整的厨房产品线，为客户提供全方位全产品的服务。凭借出色的技术创新，公司产品多年来保持了 50%以上的毛利率水准，净利率在 30%左右，盈利能力强大。

➤ 盈利预测与投资结论

公司主攻三四线市场，与传统吸油烟机形成差异化竞争，随着近年三四线城市房地产高增长后的装修高峰期的到来，厨电市场继续保持高增长，公司的集成灶作为新

产品的市场认可度进一步提高，有望在未来 3 年保持年均 35%左右的营收增长率，毛利率也有望维持在 50%以上的高位，预期 2017-2019 年 EPS 分别为 0.43 元、0.58 元、0.78 元，3 年年复合增长率 35%，考虑到其较小市值（90 多亿元）及厨电行业的高增长，给予 30 倍的估值，则 3 年目标价在 22 元左右，潜在上涨空间 60%，但基于整体板块涨幅已大的背景，评级由上次的强烈推荐调整为推荐评级。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	326.48	321.33	838.76	1,132.33	1,528.64	营业收入	517.88	665.68	931.96	1,258.14	1,698.49
应收账款+票据	7.33	9.78	17.25	19.24	30.02	营业成本	244.25	300.72	419.38	566.16	764.32
预付账款	3.90	4.26	2.67	6.68	5.94	营业税金及附加	4.58	8.66	12.12	16.37	22.09
存货	40.68	48.29	73.52	90.93	131.08	营业费用	62.63	55.48	77.68	104.86	141.57
其他	370.00	550.00	550.00	550.00	550.00	管理费用	62.78	79.55	111.37	150.35	202.97
流动资产合计	748.39	933.67	1,482.20	1,799.18	2,245.68	财务费用	-2.59	-2.32	-10.25	-14.64	-22.10
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.10	0.33	0.24	0.24	0.24
固定资产	351.46	351.42	319.25	285.33	251.42	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2.62	1.75	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	62.48	60.64	59.18	57.71	56.25	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.90	0.08	0.07	0.06	0.05	营业利润	146.13	223.25	321.42	434.80	589.40
非流动资产合计	417.47	413.89	378.50	343.11	307.72	营业外净收益	35.04	13.86	3.62	3.62	3.62
资产总计	1,165.86	1,347.55	1,860.70	2,142.29	2,553.40	利润总额	181.17	237.11	325.04	438.42	593.02
短期借款	0.00	0.00	344.93	384.51	483.54	所得税	25.53	34.45	48.76	65.76	88.95
应付账款+票据	78.18	89.98	150.63	174.20	264.32	净利润	155.64	202.66	276.29	372.66	504.07
其他	44.21	106.52	89.21	139.24	133.39	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	122.39	196.50	584.78	697.95	881.25	归属于母公司净利润	155.64	202.66	276.29	372.66	504.07
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	10.28%	28.54%	40.00%	35.00%	35.00%
负债合计	122.39	196.50	584.78	697.95	881.25	EBIT	15.64%	31.45%	34.07%	34.62%	34.72%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	10.14%	31.48%	30.36%	31.14%	32.06%
股本	400.00	645.87	645.87	645.87	645.87	归属于母公司净利润	27.91%	30.21%	36.33%	34.88%	35.26%
资本公积	272.37	31.42	31.42	31.42	31.42	获利能力					
留存收益	371.10	473.76	598.62	767.04	994.85	毛利率	52.84%	54.82%	55.00%	55.00%	55.00%
股东权益合计	1,043.47	1,151.05	1,275.92	1,444.34	1,672.15	净利率	30.05%	30.44%	29.65%	29.62%	29.68%
负债和股东权益总计	1,165.86	1,347.55	1,860.70	2,142.29	2,553.40	ROE	14.92%	17.61%	21.65%	25.80%	30.14%
现金流量表						ROIC	14.76%	19.50%	22.96%	22.02%	26.35%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	129.70	189.77	273.21	369.58	500.99	资产负债	10.50%	14.58%	31.43%	32.58%	34.51%
折旧摊销	25.53	33.62	35.15	35.15	35.15	流动比率	6.11	4.75	2.53	2.58	2.55
财务费用	0.00	0.00	-10.50	-14.98	-22.55	速动比率	2.76	1.71	1.47	1.66	1.78
存货减少	-9.88	-7.73	-25.23	-17.41	-40.15	营运能力					
营运资金变动	10.44	46.23	37.47	67.59	74.24	应收账款周转率	92.60	78.79	74.02	79.57	75.39
其它	-0.21	4.79	0.24	0.24	0.24	存货周转率	6.00	6.23	5.70	6.23	5.83
经营活动现金流	155.57	266.69	310.33	440.17	547.91	总资产周转率	0.44	0.49	0.50	0.59	0.67
资本支出	39.16	46.06	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
长期投资	2,062.00	2,236.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.24	0.31	0.43	0.58	0.78
其他	2,054.57	2,074.73	3.08	3.08	3.08	每股经营现金流	0.24	0.41	0.48	0.68	0.85
投资活动现金流	-46.59	-207.33	3.08	3.08	3.08	每股净资产	1.62	1.78	1.98	2.24	2.59
债权融资	0.00	0.00	344.93	39.58	99.03	估值比率					
股权融资	0.00	35.35	0.00	0.00	0.00	市盈率	56.89	43.69	32.05	23.76	17.57
其他	-111.00	-89.00	-140.92	-189.26	-253.70	市净率	8.49	7.69	6.94	6.13	5.30
筹资活动现金流	-111.00	-53.65	204.01	-149.69	-154.68	EV/EBITDA	26.88	33.01	26.31	20.15	15.42
现金净增加额	-2.02	5.70	321.33	838.76	1,132.33	EV/EBIT	30.72	37.74	29.25	21.82	16.37

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

