定增获批，收入打开十倍成长空间

买入 维持

目标价格：暂无

报告摘要:

- **事件描述:** 证监会发行委于 2014 年 7 月 30 日对公司向惠而浦非公开发行 A 股股票申请事项进行审核，会议审核结果为无条件通过。此次发行完成后，惠而浦将持有公司 51%的股权，成为新的控股股东。
- **公司治理结构将进一步优化。**在惠而浦入主之前，合肥国资委和日资三洋系分别持有 33.57%和 29.52%的股权。国资、日资的相互制衡降低了公司的治理效率，此次定增完成后，惠而浦将成为绝对控股股东，相互制衡的局面被打破，同时其市场化的运营与激励机制有望提升三洋的治理效率。
- **潜在代工订单空间近 500 亿，收入打开十倍成长空间。**惠而浦产品线以白电、厨电为主，2013 年收入规模为 188 亿美元，总的 OEM 订单规模 150 亿美元左右。惠而浦将公司定位为亚洲白电的制造与采购平台，公司未来有望承接美国本土之外制造订单。国内代工订单方面惠而浦承诺在同等条件下公司优先，因此 200 多万台的国内微波炉订单有望最先转移至公司。海外订单方面，惠而浦美国本土之外的代工厂主要集中在欧洲，这些工厂人力成本高，营业利润低，订单转移的动力强。这些 OEM 订单规模大概在 500 亿左右，是公司目前收入规模的十倍（2013 年收入 53 亿）。
- **盈利预测及评级。**预计 2014-2016 年公司净利润增速分别为 41.5%、37.8%和 46.2%。EPS 分别为 0.96、1.33 和 1.94 元，对应 2016/7/30 股价的 PE 为 15.3、11.1 和 7.6。考虑到公司未来成长空间大、确定性高，给予“买入”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	4015.8	5325.3	7123.0	11599.7	18445.0
增长率（%）	3.17%	32.61%	33.76%	62.85%	59.01%
归母净利润(百万)	303.6	362.7	513.3	707.4	1034.2
增长率（%）	-5.50%	19.46%	41.53%	37.82%	46.20%
每股收益	0.57	0.68	0.96	1.33	1.94
市盈率	25.9	21.7	15.3	11.1	7.6

家电行业研究组

分析师:

蒋毅(S1180513070007)

电话：021-65051165

Email：jiangyi@hysec.com

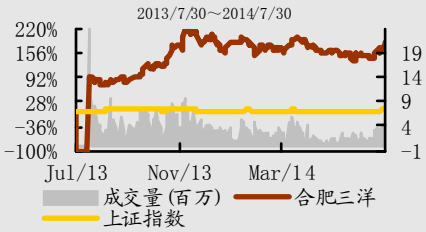
研究助理:

笪佳敏

电话：021-65051165

Email：dajiamin@hysec.com

市场表现



相关研究

《老板电器：多元化渠道发力、业绩超预期》 2014/7/29

《家电行业：居安思危，且涨且珍惜 》 2014/7/29

《康盛股份：定增助力新发展，多元化值得期待》 2014/7/22

《家电行业：精选家电中的成长股》 2014/7/21

《家电行业：寻找转型公司的投资机会》 2014/7/13

《东方电热：斩获 2 亿订单，景气拐点进一步确认》 2014/7/7

《家电行业：行业低迷倒逼企业求变》 2014/7/6

《华帝股份：控制人变更，奠定长期发

图 1: 财务数据及预测

利润表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**5,325**	**7,123**	**11,600**	**18,445**
YOY	33%	34%	63%	59%
营业成本	3,499	4,733	7,879	12,541
% 营业收入	*34%*	*34%*	*32%*	*32%*
营业税金及附加	28	78	128	203
% 营业收入	*0.5%*	*1.1%*	*1.1%*	*1.1%*
销售费用	1100	1403	2239	3634
% 营业收入	*20.7%*	*19.7%*	*19.3%*	*19.7%*
管理费用	280	356	580	922
% 营业收入	*5.3%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*
财务费用	-6	-17	-17	-23
% 营业收入	*-0.1%*	*-0.2%*	*-0.2%*	*-0.1%*
资产减值损失	30	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	394	569	792	1168
% 营业收入	*7.4%*	*8.0%*	*6.8%*	*6.3%*
营业外收支	21	21	21	21
利润总额	415	590	813	1189
% 营业收入	*7.8%*	*8.3%*	*7.0%*	*6.4%*
所得税费用	53	77	106	155
净利润	363	513	707	1034
归属于母公司所有者的净利润	363	513	707	1034
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429
长期股权投资	0	-1	-1	-1
无形资产投资	-116	-79	-34	15
固定资产投资	0	-150	-100	-50
其他	0	6	0	-1
投资活动现金流净额	-100	-80	-35	14
债券融资	0	-124	0	4
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	4
筹资成本	-6	-17	-17	-23
其他	-7	0	0	0
筹资活动现金流净额	-33	-124	0	4
现金净流量	496	-408	476	31

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1011	603	1079	1110
应收和预付款项	482	850	1390	2211
存货	1050	2464	3993	6356
长期股权投资	0	1	2	3
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	697	797	847	847
无形资产和开发支出	198	197	196	195
资产总计	5669	7667	11883	17652
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	3622	5231	8740	13471
长期借款	0	0	0	4
其他负债	124	0	0	0
负债合计	3746	5231	8740	13475
股本	533	533	533	533
资本公积	17	17	17	17
留存收益	1373	1886	2594	3628
归属母公司股东权益	1923	2436	3143	4178
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1923	2436	3143	4178
负债和股东权益合计	5669	7667	11883	17652

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	34%	34%	32%	32%
三费/销售收入	26%	24%	24%	25%
EBIT/销售收入	8%	8%	7%	6%
EBITDA/销售收入	11%	10%	8%	7%
销售净利率	7%	7%	6%	6%
ROE	19%	21%	23%	25%
ROA	6%	7%	6%	6%
ROIC	19%	20%	21%	24%
销售收入增长率	33%	34%	63%	59%
EBIT 增长率	27%	32%	40%	48%
EBITDA 增长率	55%	19%	35%	41%
净利润增长率	19%	42%	38%	46%
总资产增长率	39%	35%	55%	49%
股东权益增长率	68%	-133%	-349%	-97%
经营现金净流增长率	68%	-133%	-349%	-97%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.0	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	27.0	35.0	35.0	35.0

资料来源：宏源证券

作者简介:

蒋毅：2008.4--2010.11 索尼中国商业有限公司 大客户管理部；2011.5-2013.3 国金证券 家电研究员 连续两届新财富第二名团队成员；2013.3 至今宏源证券 家电研究员

笪佳敏：毕业于上海交通大学机械与动力工程学院，工学硕士，曾就职于上海通用汽车动力总成新项目部。2014年加入宏源证券家电研究小组。

机构销售团队					
公募	北京片区	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚　曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴　蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵　然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵　越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周　迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。