

费用压制业绩，定增助力海工发展

买入 维持

目标价格：25.0

报告摘要：

- **中报业绩摘要：**报告期内公司实现收入 4.93 亿元，同比增长 46.34%，净利润 0.46 亿，同比增长 26.69%，扣非净利润 0.46 亿，同比增长 31.89%，摊薄后 EPS 为 0.23 元。其中二季度收入及净利润增速分别为 50.55%，6.43%。
- **民用电加热器高增长，工业电加热器复苏确认，海工收入看下半年。**报告期内受益新品拉动和客户需求旺盛，民用电加热器如期爆发，实现营收 4.64 亿，同比大幅增长 44.67%。工业电加热器受益需求复苏报告期内实现收入 0.2 亿，同比增长 30%，目前工业电加热器在手订单超 2 亿，行业复苏趋势明确，下半年收入有望大幅提升。海工今年上半年只有 600 万收入，主要系订单都在四季度确认收入，瑞吉格泰目前在手百万以上订单 9695 万，全年收入压力不大，考虑到下半年有望再度斩获订单，我们维持全年海工 1 亿收入的预测。
- **费用率上升压制业绩表现。**报告期内公司整体毛利率 24.4%，同比下滑 0.1 个百分点。费用方面，销售费用率、管理费用率、财务费用率同比分别提升 0.5、0.2 和 0.9 个百分点，拉动期间费用率上升 1.6 个百分点。受费用率上升的压制，净利率同比下降 1.7 个百分点。全年来看销售、财务费用短期难有大幅改观，全年费用压力较大。
- **定增解决海工资金瓶颈，海工成长前景确定性增强。**发布半年同时公司发布 6 亿定增预案，旨在解决海工项目资金瓶颈问题。转型海工是公司的战略方向，前期受制于资金，产能瓶颈子公司瑞吉格泰成长缓慢，今年随着产能、资金压力的缓解，海工展现出强劲的爆发力，今年收入目标 1 亿（增长 400%）。定增资金的流入将进一步缓解公司的资金、产能压力，对今后海工业绩高成长提供有效支撑。
- **盈利预测及评级。**预计 2014-2016 年净利润增速分别为 71.3%，35.0% 和 42.4%，EPS 分别为 0.79，1.06 和 1.51 元，给予“买入”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	661	827	1,285	1,671	2,255
增长率(%)	-7.7%	25.2%	55.3%	30.0%	35.0%
归母净利润(百万)	95.3	90.7	155.4	209.7	298.6
增长率(%)	-12.6%	-4.8%	71.3%	35.0%	42.4%
每股收益	0.48	0.46	0.79	1.06	1.51
市盈率	42.6	44.8	26.1	19.4	13.6

家电研究组

分析师：

蒋毅(S1180513070007)

电话：021-65051165

Email: jiangyi@hysec.com

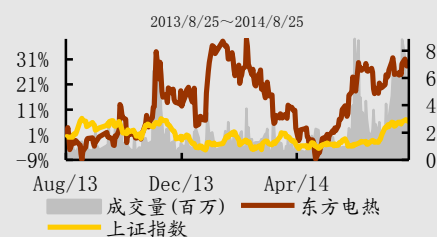
研究助理：

笪佳敏

电话：021-65051165

Email: dajiamin@hysec.com

市场表现



相关研究

《行业风险不大，多找个股机会》

2014/8/24

《康盛股份：短期业绩低迷，长期成长可期》

2014/8/24

《万和电气：行业景气下滑，营收增速放缓》

2014/8/22

《海信电器：短期业绩承压，长期看好公司前景》

2014/8/22

《美的集团：盈利能力持续提升，业绩高增长》

2014/8/18

《家电行业：行业普涨后精选个股》

2014/8/17

《营收下滑，期待外延式并购落地》

2014/8/14

插图

图 1: 净利率拆分及分析.....3

图 2: 营收增速逐级上升.....3

图 3: 净利润增速短期下行.....3

图 4: 毛利率低位波动.....4

图 5: 净利率处于历史低位.....4

图 6: 费用率处于高位（单季度）.....4

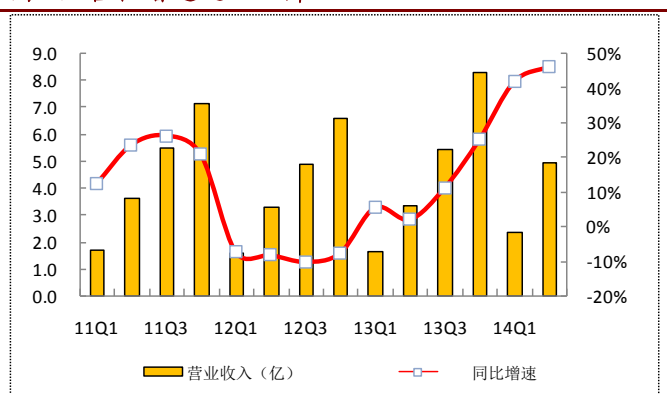
图 7: 财务数据及预测.....5

图 1：净利率拆分及分析

营业数据分析（累计值）		Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dec-13	Mar-14	Jun-14	Jun-14 同比	Jun-14 环比	变动原因
营收及增速	营收（亿）	1.65	3.37	5.45	8.27	2.34	4.93	46.35%	110.45%	民用电加热器高增长，工业电加热器需求复苏
	增速（%）	5.51%	2.07%	11.21%	25.20%	41.97%	46.35%			
净利率拆分	毛利率	25.62%	24.54%	24.20%	25.22%	26.42%	24.39%	-0.14%	-2.03%	
	营业税金及附加	0.46%	0.45%	0.45%	0.51%	0.47%	0.52%	0.07%	0.04%	
	销售费用率	3.66%	3.58%	3.43%	3.49%	3.98%	4.05%	0.46%	0.06%	运费、仓储费和质量扣款增长所致
	管理费用率	9.34%	8.28%	8.47%	8.20%	8.45%	8.51%	0.23%	0.06%	合并瑞吉格泰及其子公司
	财务费用率	-1.00%	-1.34%	-1.18%	-0.89%	-0.19%	-0.47%	0.87%	-0.28%	募集资金减少，利息收入下降
	期间费用率	12.00%	10.52%	10.72%	10.80%	12.24%	12.08%	1.56%	-0.16%	
	毛利率-销售费用率	21.96%	20.96%	20.77%	21.73%	22.44%	20.35%	-0.61%	-2.09%	
	资产减值损失	0.00%	0.66%	0.41%	0.85%	0.00%	0.54%	-0.12%	0.54%	
	公允价值变动	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	投资收益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	汇兑收益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	营业外收支	-0.13%	0.08%	-0.13%	-0.15%	-0.02%	-0.15%	-0.23%	-0.13%	
	利润率	13.03%	12.98%	12.49%	12.92%	13.68%	11.15%	-1.83%	-2.53%	
	所得税费用	1.70%	1.98%	1.78%	1.87%	2.22%	1.66%	-0.31%	-0.56%	
	少数股东损益	0.20%	-0.01%	-0.02%	0.09%	0.44%	0.21%	0.21%	-0.24%	
	净利率	11.12%	11.01%	10.73%	10.96%	11.02%	9.28%	-1.73%	-1.74%	费用率上升
净利润及增速	净利润（亿）	0.18	0.37	0.59	0.91	0.26	0.46	23.39%	77.23%	营收高增长，拉动业绩上升。
	增速（%）	-44.02%	-38.73%	-29.29%	-4.83%	40.71%	23.39%			

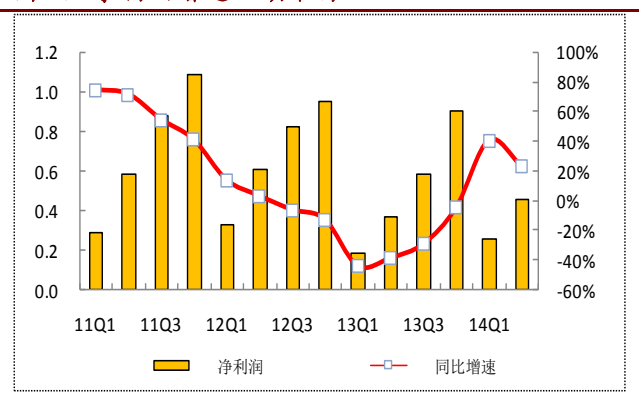
资料来源：公司公告、宏源证券

图 2：营收增速逐级上升



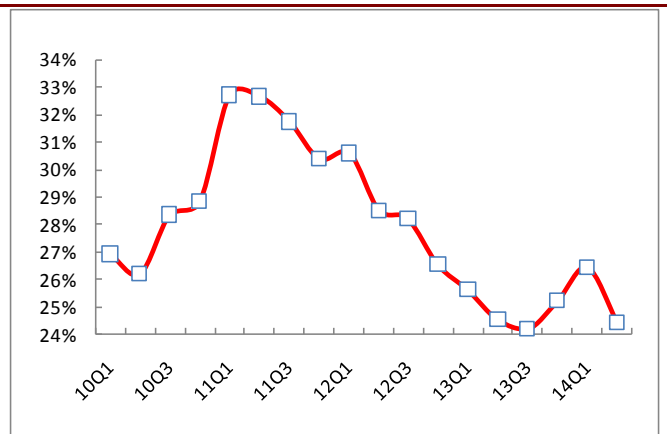
资料来源：公司公告、宏源证券

图 3：净利润增速短期下行



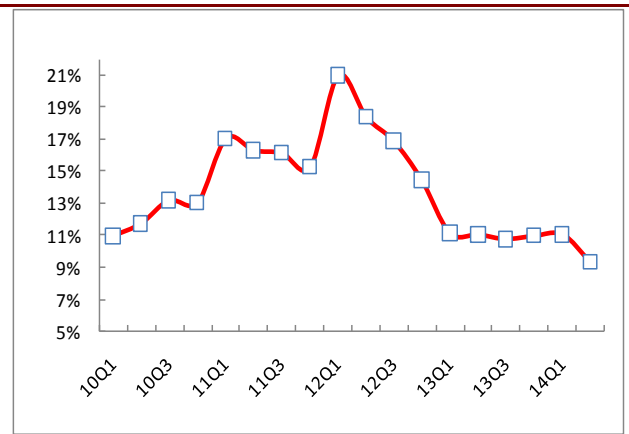
资料来源：公司公告、宏源证券

图 4: 毛利率低位波动



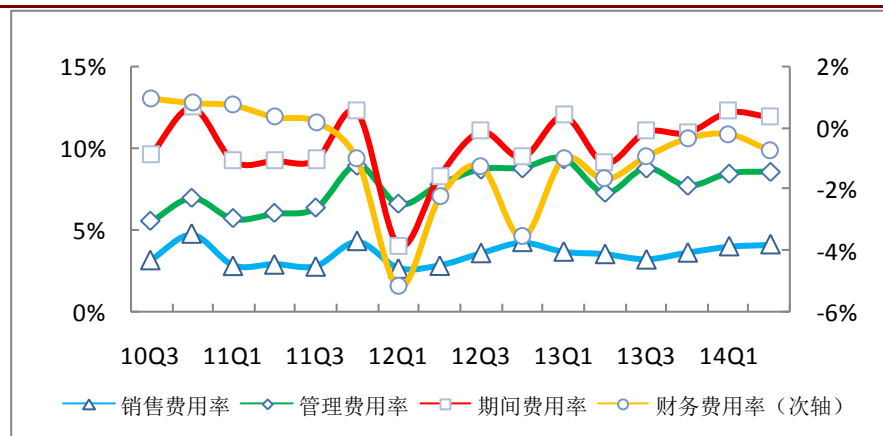
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 5: 净利率处于历史低位



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 6: 费用率处于高位 (单季度)



资料来源: wind, 宏源证券

图 7：财务数据及预测

利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	827	1,285	1,671	2,255	货币资金	265	100	100	100
YOY	25%	55%	30%	35%	应收和预付款项	299	642	880	1187
营业成本	619	945	1,203	1,590	存货	258	543	692	915
% 营业收入	25%	27%	28%	30%	长期股权投资	0	0	3	3
营业税金及附加	4	6	8	11	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产和在建工程	285	385	535	685
销售费用	29	45	58	81	无形资产和开发支出	60	63	66	69
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	资产总计	1574	2266	2908	3749
管理费用	68	103	134	185	短期借款	0	222	467	705
% 营业收入	8.2%	8.0%	8.0%	8.2%	应付和预收款项	425	741	928	1228
财务费用	-7	4	21	37	长期借款	0	0	0	4
% 营业收入	-0.9%	0.3%	1.2%	1.6%	其他负债	15	14	14	14
资产减值损失	7	0	0	0	负债合计	442	977	1409	1951
公允价值变动收益	0	0	0	0	股本	198	198	198	198
投资收益	0	0	0	0	资本公积	531	531	531	531
营业利润	108	183	247	351	留存收益	358	513	723	1022
% 营业收入	13.1%	14.2%	14.8%	15.6%	归属母公司股东权益	1084	1242	1451	1750
营业外收支	-1	0	0	0	少数股东权益	48	48	48	48
利润总额	107	183	247	351	股东权益合计	1132	1290	1499	1798
% 营业收入	12.9%	14.2%	14.8%	15.6%	负债和股东权益合计	1574	2266	2908	3749
所得税费用	15	27	37	53					
净利润	91	155	210	299					
归属于母公司所有者的净利润	91	155	210	299					
少数股东损益	1	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	25%	27%	28%	30%
长期股权投资	0	0	-3	0	三费/销售收入	11%	12%	13%	13%
无形资产投资	-63	-83	-155	-155	EBIT/销售收入	13%	15%	16%	17%
固定资产投资	0	-100	-150	-150	EBITDA/销售收入	28%	19%	21%	22%
其他	0	0	0	0	销售净利率	11%	12%	13%	13%
投资活动现金流净额	-100	-83	-158	-155	ROE	8%	13%	14%	17%
债券融资	-7	-1	0	4	ROA	6%	7%	7%	8%
股权融资	2	0	0	0	ROIC	8%	10%	12%	13%
银行贷款增加(减少)	0	222	245	242	销售收入增长率	25%	55%	30%	35%
筹资成本	-7	4	21	37	EBIT 增长率	12%	73%	43%	45%
其他	0	2	0	0	EBITDA 增长率	107%	3%	44%	44%
筹资活动现金流净额	-35	216	222	204	净利润增长率	-7%	70%	35%	42%
现金净流量	-172	-165	0	0	总资产增长率	13%	44%	28%	29%
					股东权益增长率	-149%	714%	-78%	-24%
					经营现金净流增长率	-149%	714%	-78%	-24%
					流动比率	2.8	1.9	1.7	1.7
					速动比率	2.2	1.4	1.2	1.2
					应收账款周转天数	173.1	175.0	185.0	185.0

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

董佳敏: 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。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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@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经营范围包括证券投资咨询业务。