

短期营收放缓，长期成长可期

买入 维持

目标价格：暂无

报告摘要：

- **业绩摘要：**报告期内实现收入 25.80 亿元，同比增长 1.63%，净利润 1.97 亿，同比增长 1.2%，扣非净利润 1.88 亿，同比增长 0.55%，摊薄后 EPS 为 0.37 元。二季度收入及净利润增速分别为-8.08%、-38.76%。
- **受补贴政策退出影响，营收增长乏力。**报告期内受补贴政策退出等因素影响，冰箱、洗衣机内销增长乏力。其中洗衣机国内销量与去年同期持平，冰箱国内销量同比下滑 4%，受此影响，公司洗衣机营收 18.15 亿，同比下滑 4%，冰箱受帝度品牌旺销拉动，营收 5.91 亿，同比大幅增长 43.15%，主营收入 25.4 亿，同比微增 2.4%。下半年，冰箱新增产能释放，加上帝度品牌的拉动，营收有望保持高增长，洗衣机受益产品结构改善、内需复苏和出口的拉动，营收有望重回正增长。
- **毛利率和费用率均下滑、净利率保持稳定。**报告期内主营毛利率 30.2%，同比下滑 4.6 个百分点，其中洗衣机受出口占比提升影响，毛利率同比下滑 6.3 个百分点，冰箱受益高端帝度旺销的拉动毛利率同比提升 1.9 个百分点。费用方面，销售费用率同比大幅下滑 4.2 个百分点，拉动期间费用率下滑 4.4 个百分点，净利率 7.62%，保持平稳。下半年洗衣机受内销复苏和高端占比提升的拉动，毛利率有望回升，冰箱受益帝度占比提升和规模增长，毛利率有望延续上行趋势。
- **惠而浦入主，打开十倍成长空间。**今年 7 月证监会通过了公司向惠而浦定增议案，定增完成后，惠而浦将持股 51%，成为新的控股股东。惠而浦将公司定位为亚洲白电采购和制造平台，入主后除了激活僵化的体制之外，还有望为公司带来 500 亿的潜在代工订单，规模是当前收入的 10 倍，目前电磁炉订单转移已在进行中，洗衣机、冰箱的订单转移问题也在往前推进，未来营收有望加速向上。
- **盈利预测与评级。**预计 2014-2016 年净利润增速分别为 41.5%，37.8% 和 46.2%，EPS 分别为 0.96，1.33 和 1.94 元，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	23.4	19.6	13.8	10.0	6.9

家电研究组

分析师：

蒋毅(S1180513070007)

电话：021-65051165

Email: jiangyi@hysec.com

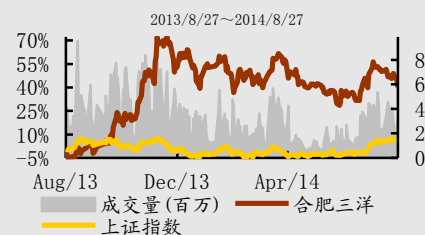
研究助理：

笪佳敏

电话：021-65051165

Email: dajiamin@hysec.com

市场表现



相关研究

《东方电热：费用压制业绩，定增助力海工发展》

2014/8/26

《华帝股份：管理改善收成效，业绩高速增长》

2014/8/26

《家电行业：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

插图

图 1: 净利率拆分及分析.....3

图 2: 上半年营收增速持续下滑.....3

图 3: 净利润增速持续下滑.....3

图 4: 年毛利率明显下跌.....4

图 5: 净利率低位波动.....4

图 6: 费用率逐步降低（单季度）.....4

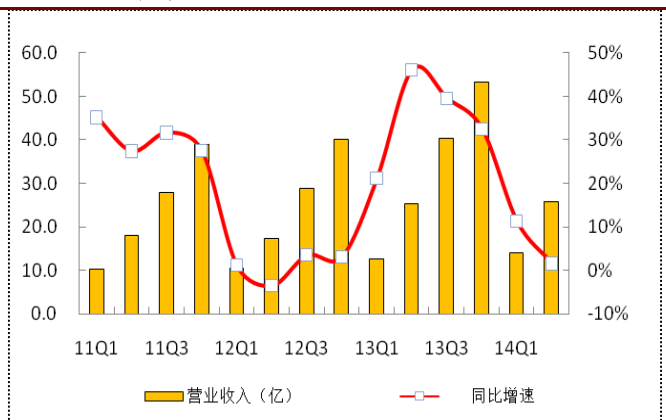
图 7: 财务数据及预测.....5

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）	12.70	25.38	40.33	53.25	14.13	25.80	1.63%	82.52%	宏观经济增长放缓，房地产不景气
	增速（%）	21.22%	46.17%	39.64%	32.61%	11.34%	1.63%	1.63%	82.52%	
净利率 拆分	毛利率	33.91%	34.35%	34.52%	32.61%	33.53%	30.23%	-4.12%	-3.30%	制造工厂人工成本增长
	营业税金及附加	0.58%	0.45%	0.49%	0.53%	0.56%	0.54%	0.08%	-0.02%	
	销售费用率	19.86%	21.35%	21.31%	20.65%	18.78%	17.16%	-4.19%	-1.62%	促销与推广费用减少
	管理费用率	3.97%	4.12%	3.94%	5.27%	4.17%	4.28%	0.16%	0.10%	研发费用增加
	财务费用率	-0.22%	-0.04%	-0.09%	-0.12%	-0.39%	-0.38%	-0.34%	0.01%	银行存款利息收入和外币结算汇兑收益增加
	期间费用率	23.61%	25.43%	25.17%	25.80%	22.57%	21.06%	-4.37%	-1.51%	
	毛利率-销售费用率	14.05%	13.00%	13.21%	13.65%	14.74%	13.07%	0.07%	-1.68%	
	资产减值损失	0.00%	0.05%	0.03%	0.56%	0.68%	0.10%	0.05%	-0.58%	
	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	-0.01%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.02%	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	0.08%	0.34%	0.39%	0.40%	0.20%	0.39%	0.05%	0.20%	报废的固定资产损失增加
	利润率	9.78%	8.74%	9.21%	7.80%	9.92%	8.93%	0.20%	-0.98%	
	所得税费用	1.30%	1.08%	1.20%	0.99%	1.29%	1.31%	0.23%	0.02%	
	少数股东损益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	净利率	8.48%	7.65%	8.00%	6.81%	8.63%	7.62%	-0.03%	-1.01%	毛利率下滑，费用率下降
净利润及增速	净利润（亿）	1.08	1.94	3.23	3.63	1.22	1.97	1.20%	61.24%	成本增长比高于营收增长比
	增速（%）	17.36%	21.70%	25.37%	19.46%	13.33%	1.20%	1.20%	61.24%	

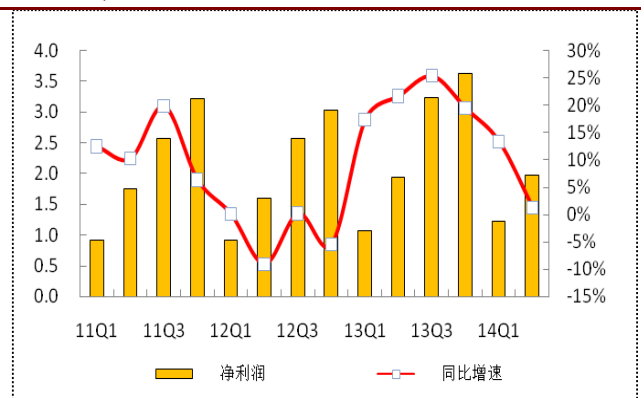
资料来源：公司公告、宏源证券

图 2：上半年营收增速持续下滑



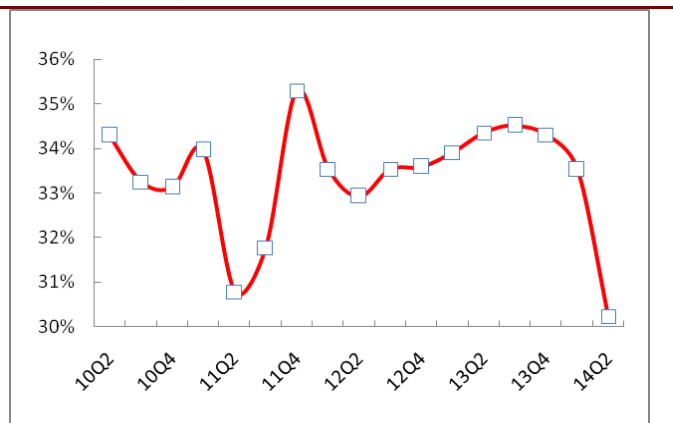
资料来源：公司公告、宏源证券

图 3：净利润增速持续下滑



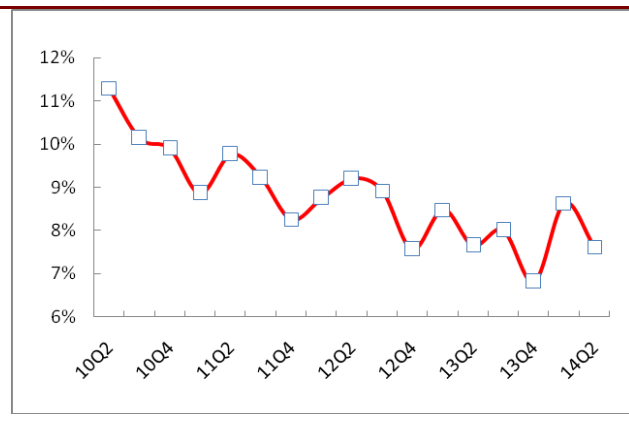
资料来源：公司公告、宏源证券

图 4：年毛利率明显下跌



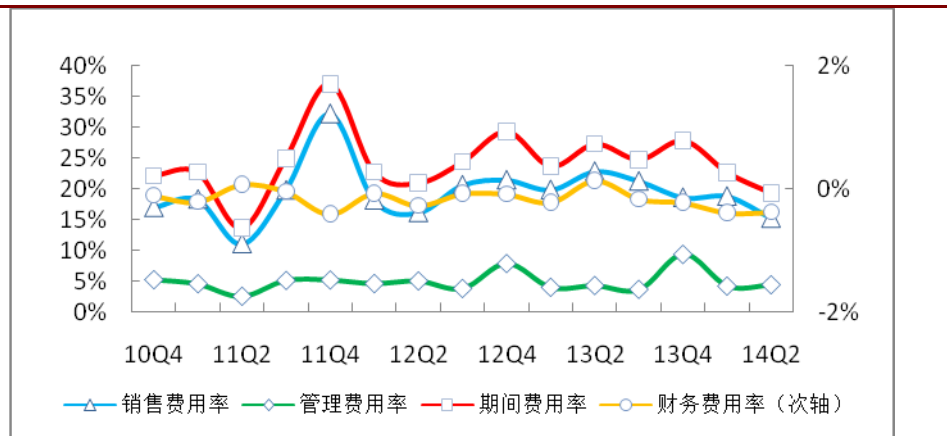
资料来源：公司公告、宏源证券

图 5：净利率低位波动



资料来源：公司公告、宏源证券

图 6：费用率逐步降低（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	5,325	7,123	11,600	18,445	货币资金	1011	603	1079	1110
YOY	33%	34%	63%	59%	应收和预付款项	482	850	1390	2211
营业成本	3,499	4,733	7,879	12,541	存货	1050	2464	3993	6356
% 营业收入	34%	34%	32%	32%	长期股权投资	0	1	2	3
营业税金及附加	28	78	128	203	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产和在建工程	697	797	847	847
销售费用	1100	1403	2239	3634	无形资产和开发支出	198	197	196	195
% 营业收入	20.7%	19.7%	19.3%	19.7%	资产总计	5669	7667	11883	17652
管理费用	280	356	580	922	短期借款	0	0	0	0
% 营业收入	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%	应付和预收款项	3622	5231	8740	13471
财务费用	-6	-17	-17	-23	长期借款	0	0	0	4
% 营业收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	其他负债	124	0	0	0
资产减值损失	30	0	0	0	负债合计	3746	5231	8740	13475
公允价值变动收益	0	0	0	0	股本	533	533	533	533
投资收益	-1	0	0	0	资本公积	17	17	17	17
营业利润	394	569	792	1168	留存收益	1373	1886	2594	3628
% 营业收入	7.4%	8.0%	6.8%	6.3%	归属母公司股东权益	1923	2436	3143	4178
营业外收支	21	21	21	21	少数股东权益	0	0	0	0
利润总额	415	590	813	1189	股东权益合计	1923	2436	3143	4178
% 营业收入	7.8%	8.3%	7.0%	6.4%	负债和股东权益合计	5669	7667	11883	17652
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					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	34%	34%	32%	32%
长期股权投资	0	-1	-1	-1	三费/销售收入	26%	24%	24%	25%
无形资产投资	-116	-79	-34	15	EBIT/销售收入	8%	8%	7%	6%
固定资产投资	0	-150	-100	-50	EBITDA/销售收入	11%	10%	8%	7%
其他	0	6	0	-1	销售净利率	7%	7%	6%	6%
投资活动现金流净额	-100	-80	-35	14	ROE	19%	21%	23%	25%
债券融资	0	-124	0	4	ROA	6%	7%	6%	6%
股权融资	0	0	0	0	ROIC	19%	20%	21%	24%
银行贷款增加（减少）	0	0	0	4	销售收入增长率	33%	34%	63%	59%
筹资成本	-6	-17	-17	-23	EBIT 增长率	27%	32%	40%	48%
其他	-7	0	0	0	EBITDA 增长率	55%	19%	35%	41%
筹资活动现金流净额	-33	-124	0	4	净利润增长率	19%	42%	38%	46%
现金净流量	496	-408	476	31	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。

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。