

公司深度报告
惠而浦 (600983)
洗衣机
依托集团优势扬帆起航
报告日期: 2016-06-01

评级: **推荐**
 上次评级: 推荐

目标价:
 上次预测:

当前价格 (元)	12.42
52 周价格区间 (元)	8.58-20.14
总市值 (百万)	9519.17
流通市值 (百万)	6617.38
总股本 (万股)	76643.90
流通股 (万股)	53280.00
公司网址	www.whirlpool.com.cn

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
惠而浦	23.34	33.26	-158.32
上证综指	-4.49	1.95	-42.91

财富证券研究发展中心

刘雪晴 研究助理: 夏泽霖
 0731-84779556
 liuxq@cfzq.com xiazl@cfzq.com
 S0530210080001 S0530516020001

相关研究报告:

预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	5468.19	6309.36	7661.87
净利润 (百万元)	366.73	400.95	486.88
每股收益 (元)	0.48	0.77	0.94
每股净资产 (元)	5.78	6.25	6.82
市盈率	25.88	16.13	13.21
P/B	2.15	1.99	1.82

资料来源: 财富证券

事件: 首次覆盖。

投资要点

- **洗衣机行业有望保持稳步增长。**我们认为, 高端洗衣机销售快速增长是 2015 年洗衣机市场得以保持稳定的主要原因。未来楼市去库存政策滞后效应的逐步显现、城镇化的稳步推进以及农村洗衣机保有量的提高将驱动行业产生新增需求, 同时, 产品更新换代和消费升级将激发洗衣机行业存量需求, 共同影响下有望维持洗衣机行业的稳步增长。
- **海外订单加速转移。**公司同惠而浦集团的资源、业务融合推进顺利, 协同效应逐渐显现。由于公司制造成本在惠而浦体系内价格优势明显, 惠而浦公司洗衣机、冰箱等全球采购正陆续转移到公司。
- **业务整合有望重启。**根据惠而浦集团承诺, 2017 年 10 月 23 日前需把广东惠而浦的微波炉业务整合进上市公司。公司去年启动重组工作, 但交易条款未达成一致未能成功, 今年 6 月方可再次启动重组工作。随着承诺时间底线逐渐临近, 公司很可能在今年重启重组。
- **募投项目增强公司竞争力。**募投项目主要涉及洗衣机、冰箱、电机等公司核心产品, 随着项目的逐步投产, 公司的产品竞争力将显著增强。
- **多品牌经营发挥组合优势。**公司通过不同定位和产品区隔, 较好解决了品牌差异化问题, 实现了对消费群体的全覆盖, 最大限度发挥多品牌的组合优势。
- 预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.77 和 0.94, 给予 2017 年 25 倍 PE, 目标价 19.25 元, 给予公司“推荐”评级。
- **风险提示:** 洗衣机行业大幅下滑; 订单转移进度不及预期。

目 录

一、惠而浦：背靠大树的洗衣机白马	- 4 -
1、惠而浦集团入主公司	- 4 -
2、经营稳健，毛利率水平较高	- 5 -
二、洗衣机行业有望保持稳步增长	- 6 -
1、新增需求仍有空间	- 8 -
1.1 楼市去库存滞后效果逐步显现带来新增需求	- 8 -
1.2 城镇化稳步推进刺激增量需求	- 9 -
1.3 农村保有量提高带来新增需求	- 9 -
2、更新需求势头强劲	- 10 -
2.1 使用寿命到期带来的更新需求	- 10 -
2.2 消费升级带来的替换需求	- 10 -
2.2.1 滚筒、全自动波轮洗衣机需求增加	- 10 -
2.2.2 变频洗衣机需求增长	- 11 -
2.2.3 大容量洗衣机需求提高	- 12 -
2.2.4 智能洗衣机需求激活	- 12 -
三、公司看点	- 13 -
1、依托惠而浦集团拓展全球业务	- 13 -
2、业务整合有望重启	- 13 -
3、海外订单加快转移	- 14 -
4、多品牌经营发挥组合优势	- 15 -
5、募集项目扩大产能，提升产品竞争力	- 16 -
6、品类扩张带来新的利润增长点	- 18 -
7、线上线下渠道齐发力	- 18 -
四、盈利预测	- 19 -
五、风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1: 惠而浦股权结构图	- 4 -
图表 2: 分产品收入结构	- 5 -
图表 3: 分地域收入结构	- 5 -
图表 4: 公司近 10 年营收情况	- 5 -
图表 5: 营收同比增速	- 5 -
图表 6: 公司销售毛利率变动情况	- 6 -
图表 7: 单季销售毛利率对比	- 6 -
图表 8: 洗衣机产量情况	- 6 -
图表 9: 洗衣机销量情况	- 6 -
图表 10: 洗衣机内销情况	- 7 -
图表 11: 洗衣机出口情况	- 7 -
图表 12: 商品房（住宅）销售情况	- 7 -
图表 13: 2014-2015 分产品洗衣机销售情况	- 7 -
图表 14: 住宅销售与家电销售情况	- 8 -
图表 15: 城镇和农村家庭每百户家电保有量	- 9 -
图表 16: 2015 年 5.1 洗衣机零售情况	- 9 -
图表 17: 近 10 年洗衣机销售情况	- 10 -
图表 18: 2009-2015 洗衣机零售量结构	- 11 -
图表 19: 2009-2015 洗衣机零售额结构	- 11 -
图表 20: 2014-2015 主要洗衣机品类价格变化	- 11 -
图表 21: 定频、变频洗衣机比较	- 12 -
图表 22: 2014-2015 部分家电产品出口金额	- 14 -
图表 23: 惠而浦近 3 年出口收入增长情况	- 14 -
图表 24: 近 3 年惠而浦、小天鹅出口收入占比情况	- 15 -
图表 25: 公司各品牌定位	- 16 -
图表 26: 募投项目情况	- 16 -
图表 27: 调整后的募投项目及进展	- 17 -

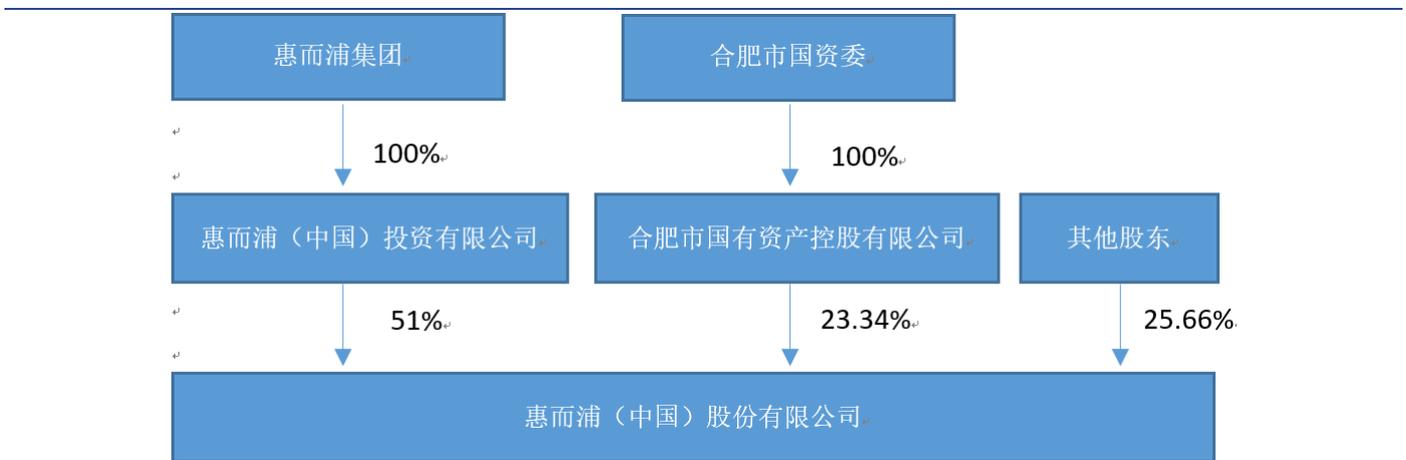
一、惠而浦：背靠大树的洗衣机白马

1、惠而浦集团入主公司

公司的前身是合肥荣事达三洋电器股份有限公司，成立于1994年，是由原合肥荣事达集团公司、日本三洋电机株式会社等共同投资并由中方控股的中日合资企业。2000年经国家外经贸部批准改制为外商投资股份有限公司，2004年7月在上海证券交易所挂牌上市，成为中国家电行业首家外资上市公司。2014年10月，惠而浦(中国)投资有限公司以协议收购方式受让三洋电机株式会社、三洋电机(中国)有限公司所持有的合肥三洋全部股票并认购合肥三洋向其非公开发行的股票，交易完成后，惠而浦(中国)投资有限公司持有合肥三洋51.00%的股权，成为公司控股股东。2014年12月，公司名称变更为惠而浦(中国)股份有限公司。

惠而浦的直接控股股东为惠而浦(中国)投资有限公司，实际控制人为惠而浦集团，是一家外资控股的上市公司。合肥市国有资产控股有限公司变为公司第二大股东。惠而浦集团战略控股后，有利于为惠而浦带来产能转移以及技术和品牌支持。除惠而浦和合肥国资委外，其余前十大股东还包括中国证金、中央汇金等机构，但持股比例均低于3%。

图表 1：惠而浦股权结构图



资料来源：wind，财富证券

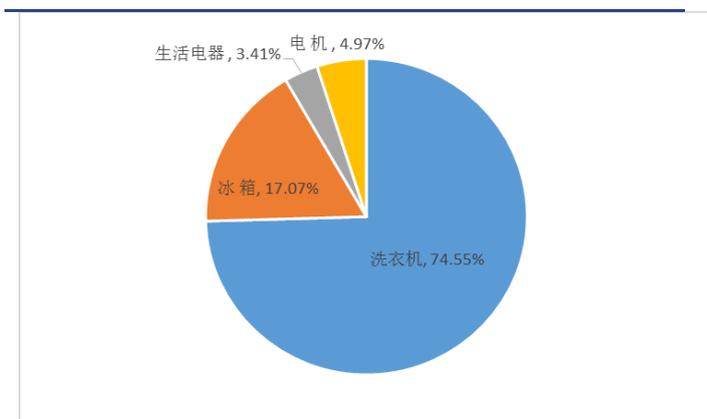
公司的实际控制人惠而浦集团成立于1955年，前身是1911年成立的Upton机器公司，注册地为美国特拉华州，总部设在美国密西根州，主要产品涉及洗衣机、干衣机、微波炉、冰箱、空调、灶具、抽油烟机、洗碗机及家庭厨房处理机等，拥有Whirlpool、Maytag、KitchenAid、Jenn-Air、Amana、Brastemp、Consul等品牌，业务范围遍及全球170多个国家和地区，其产品在北美、南美、欧洲等诸多地区销售名列前茅，其中在美国、巴西等15个国家的市场占有率稳居首位。近三年来，惠而浦集团分别实现营收187.69亿美元、198.72亿美元和208.91亿美元，其中洗衣机和

冰箱冰柜是主要收入来源，约占 29% 和 28%，厨电设备占 18%，其他占 25%。

2、经营稳健，毛利率水平较高

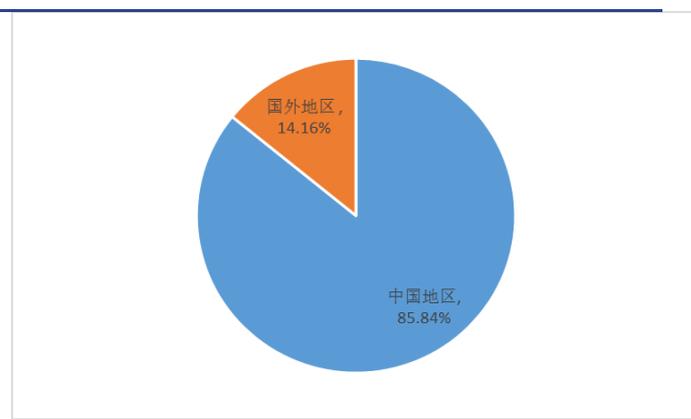
目前，上市公司整合了集团公司原来在中国市场的相关团队，拥有了惠而浦、三洋、帝度、荣事达四大品牌，产品涵盖冰箱、洗衣机等白色家电，以及厨房电器、生活电器、变频电机等多个品种。洗衣机是公司的主导产品，2015 年营业收入中近 75% 来自于洗衣机，冰箱收入占比约为 17%，电机收入占比约为 5%，生活电器收入占比约为 3%。2015 年，公司约 86% 的收入来自于国内市场，同比下降了约 3 个百分点，国际市场方面，受益于惠而浦的全球市场平台，外销占比逐步上升。

图表 2：分产品收入结构



资料来源：wind，财富证券

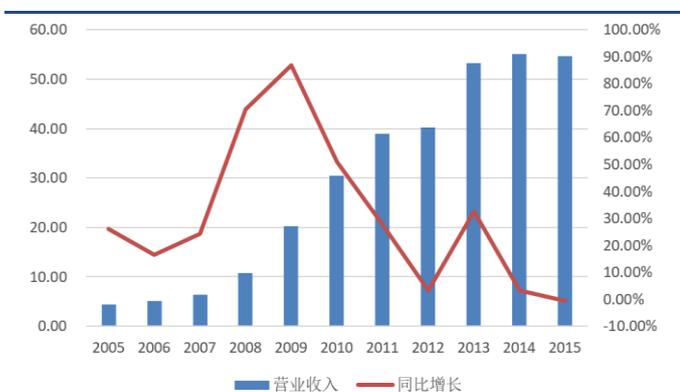
图表 3：分地域收入结构



资料来源：wind，财富证券

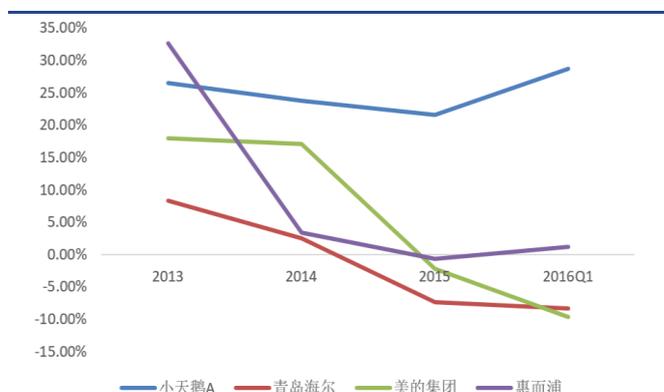
2015 年，公司实现营业收入 54.68 亿元，同比微跌 0.67%，但受毛利率提升和收到政府补助的影响，公司实现归母净利润 3.67 亿元，同比增长了 24.9%。从营业收入来看，近 10 年来，公司营收保持高速增长，年复合增长率达 26.69%，近 3 年来，受洗衣机行业增速放缓及公司处于整合期的影响，收入增速放缓，去年出现下滑，今年一季度，公司营收同比增长了 1.16%，排名同行业上市公司第二位。

图表 4：公司近 10 年营收情况



资料来源：wind，财富证券

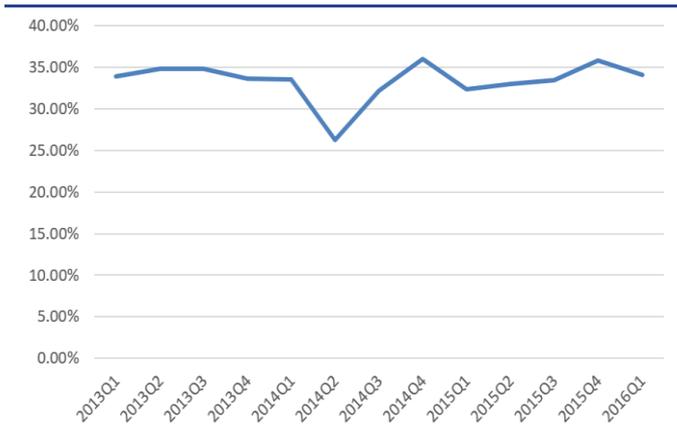
图表 5：营收同比增速



资料来源：wind，财富证券

从毛利率看，但公司的销售毛利率始终维持在 30% 以上的较高水平，大幅超过其他洗衣机生产销售企业。今年一季度公司毛利率达 34.13%，同比提高 1.77 个百分点。我们认为，公司能长时间维持较高毛利率的原因重要有两点：一是公司拥有完整洗衣机产业链，特别是在变频电机等领域拥有领先的技术创新能力，且能将新技术广泛运用于公司产品，降低了生产成本；二是公司产品定位中高端，较好适应了消费升级的需求，毛利率水平较高。

图表 6：公司销售毛利率变动情况



资料来源：wind，财富证券

图表 7：单季销售毛利率对比

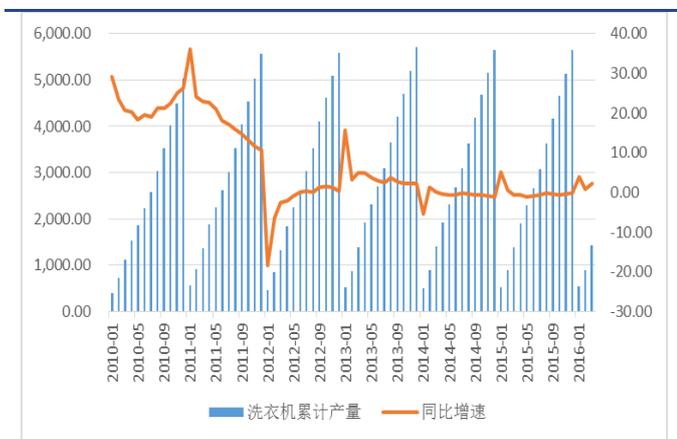


资料来源：wind，财富证券

二、洗衣机行业有望保持稳步增长

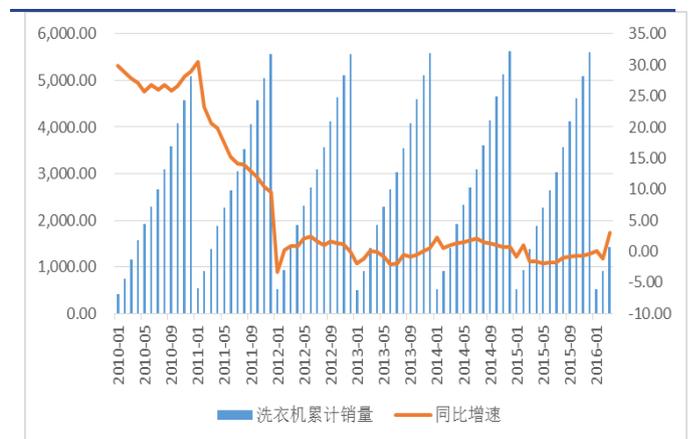
2015 年，家电行业面临巨大下行压力，空调、冰箱等市场双双出现销售量和销售额负增长，但洗衣机行业整体表现较为靓丽。据产业在线统计数据，2015 年，我国洗衣机市场总销量微降，但零售额出现增长。洗衣机行业全年总产量 5638 万台，同比微跌 0.1%，总销量 5614 万台，同比微跌 0.4%，但累计零售额 605 亿元，同比增长 4.3%。

图表 8：洗衣机产量情况



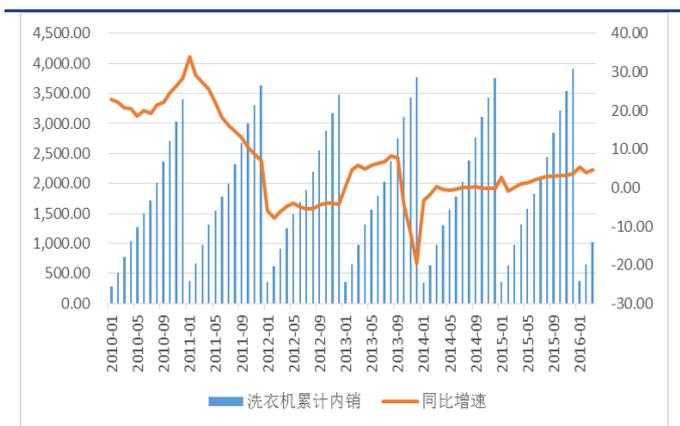
资料来源：wind，财富证券

图表 9：洗衣机销量情况



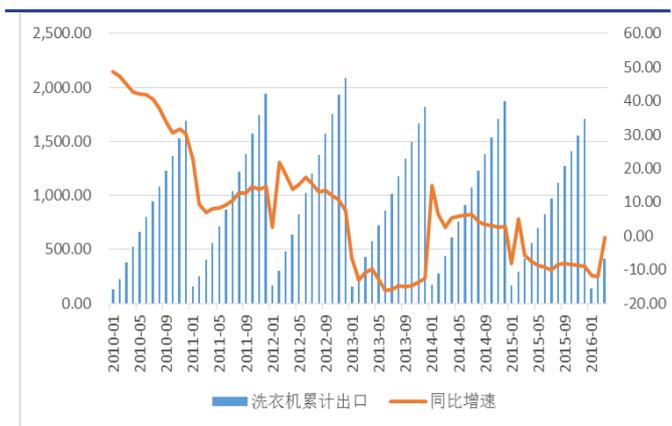
资料来源：wind，财富证券

图表 10: 洗衣机内销情况



资料来源: wind, 财富证券

图表 11: 洗衣机出口情况



资料来源: wind, 财富证券

我们认为全球经济复苏缓慢导致出口下降、地产销售低迷带来的增量需求不足是行业销量下滑的重要原因，但受消费升级提振影响，滚筒洗衣机和波轮洗衣机产等高端高价产品的销售快速增长，在上述因素的共同作用下，尽管洗衣机行业销量整体小幅下滑，但销售额同比增长。

全球经济复苏缓慢导致出口下滑。2015 年，全球经济持续不景气，整体复苏进程较为缓慢，影响了多数国家的消费需求，我国洗衣机在亚洲、欧洲等重要市场的出口量均大幅下滑，导致我国洗衣机出口下滑明显，全年出口洗衣机 1708 万台，同比下滑 8.9%。

地产低迷导致增量需求增长缓慢。从产业链传导来看，家电行业是房地产行业的下游行业，家电需求特别是家电的新购需求直接受到房地产市场的影响。2014 年以来，在经济下行压力加大和国家宏观调控等一系列因素的共同影响下，我国房地产销售持续低迷，住宅销售面积连续多月负增长，对包括洗衣机在内的家电行业形成较大负面影响。尽管去年下半年起，在国家陆续出台降息、降低首付比例、公积金政策调整等一系列政策的累积影响下，商品房销售市场逐步升温，但由于房地产销售对家电行业的影响一般存在 6 个月左右的滞后期，受此影响，2015 年国内洗衣机增量需求增长缓慢。

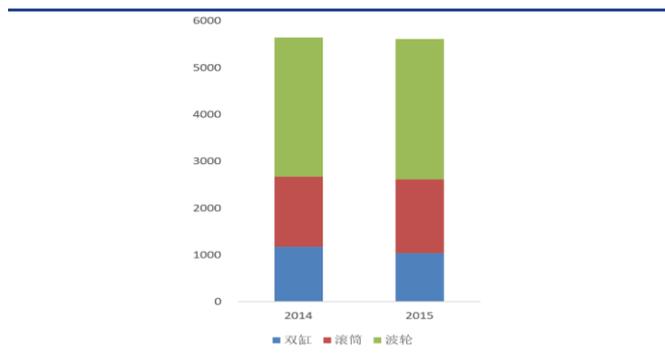
高端洗衣机增长迅速带来销售额增加。据产业在线统计数据，2015 年双缸洗衣机总销量仅为 1040 万台，同比大幅下滑 11.4%；而高端洗衣机中滚筒洗衣机总销量为 1569 万台，同比增长 4.8%；全自动波轮洗衣机总销量为 3006 万台，同比增长 1.3%。在滚筒洗衣机和全自动波轮洗衣机销量回升的提振下，全年洗衣机行业销售额实现正增长。

图表 12: 商品房(住宅)销售情况

图表 13: 2014-2015 分产品洗衣机销售情况



资料来源: wind, 财富证券



资料来源: wind, 财富证券

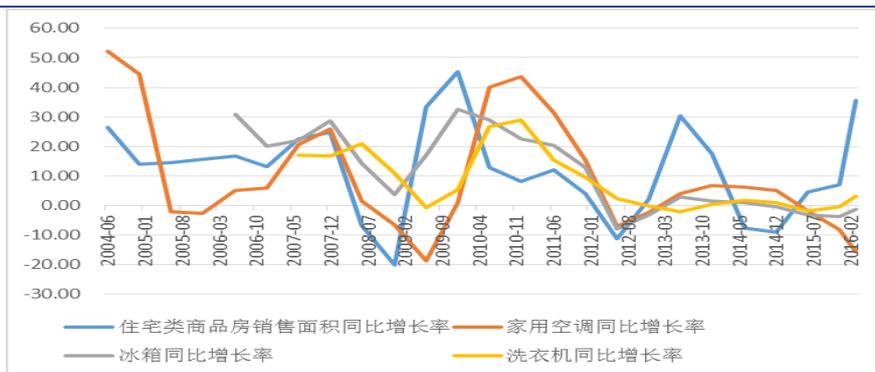
展望未来，在房地产去库存滞后效应的逐步显现、城镇的稳步推进以及农村保有量的逐步提升的共同作用下，洗衣机行业的新增需求仍有空间，而大量洗衣机寿命到期以及消费升级将为行业带来巨大的存量替换需求，我们认为，洗衣机行业有望维持稳步增长。

1、新增需求仍有空间

1.1 楼市去库存滞后效果逐步显现带来新增需求

消费者购置房产后，大多需要添置新的家电，由此房地产销售将对家电形成新增需求。一般而言，房产交易可分为期房、现房和二手房的交易，其中期房需等待房屋竣工验收后才进行装修，之后带动家电采购，期房的交房时间一般在1年左右，占新房销售的70%左右；现房和二手房往往可以立即开展装修，直接带动家电销售。总体而言，房地产销售对家电行业的影响往往具有一定滞后期，一般在6个月左右。从去年下半年开始，在国家陆续出台多项楼市去库存的政策刺激下，楼市去库存成效初显。数据显示，今年4月末全国商品房待售面积7.27亿平方米，比3月末减少826万平方米，比2月末减少1241万平方米，已连续两个月减少。其中，住宅待售面积4.51亿平方米，比3月末减少894万平方米，比2月末减少1546万平方米，并低于去年末规模。随着销售市场持续升温，短期内将对洗衣机等家电行业形成刺激因素，但由于房地产销售对家电需求影响的滞后性，预计今年下半年开始对家电的需求将逐步企稳回升。

图表 14：住宅销售与家电销售情况



资料来源: wind, 财富证券

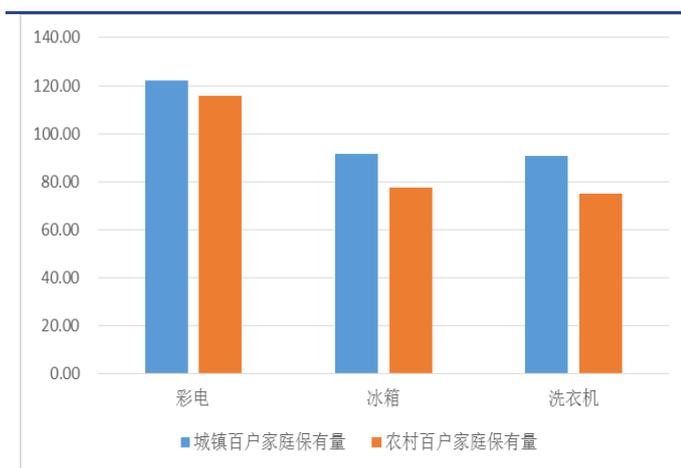
1.2 城镇化稳步推进刺激增量需求

近年来，中央对推进城镇化建设工作高度重视，将其视为解决三农问题的重要途径和扩大内需、促进产业升级的重要抓手。根据国家统计局公布的数据，2015 年我国城镇化率为 56.1%，不仅远低于发达国家 80% 的平均水平，也低于人均收入与我国相近的发展中国家 60% 的平均水平，还有较大的发展空间。“十三五”规划纲要提出“三个 1 亿人”城镇化目标，国务院颁布的《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》提出，2020 年要实现常住人口城镇化率到 60% 左右，努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。十二五期间，我国城镇化率年均提高 1.23 个百分点，每年城镇人口增加 2000 万人，随着我国城镇化率逐年提高，将有大量农村人口转为城镇人口，这些转化过来的常住人口将对洗衣机等家电形成较大的增量需求。

1.3 农村保有量提高带来新增需求

随着数十年来我国经济的高速增长，城乡居民的收入水平和生活品质也在不断改善，主要家电作为典型耐用消费品，在城镇保有量以趋近饱和，但在农村市场，部分家电的保有量还有提升空间。根据国家统计局数据，2014 年我国城镇居民家庭每百户平均拥有 122 台彩电，92 台冰箱，91 台洗衣机，而农村家庭中，平均每百户拥有 116 台彩电，78 台冰箱和 75 台洗衣机，现在农村家庭洗衣机保有量仅相当于 20 世纪 90 年代初城镇家庭的水平，相对于电视，洗衣机等大家电在农村市场还有提升空间。根据奥维云网统计数据，2015 年五一期间，洗衣机在城镇市场的零售量和零售额均出现同比下滑，但农村市场却呈现价量齐升的良好态势，也反映了洗衣机在农村市场的需求还未完全释放。

图表 15：城镇和农村家庭每百户家电保有量



资料来源：wind，财富证券

图表 16：2015 年 5.1 洗衣机零售情况

市场级别	零售量同比	零售额同比
T1	-5.9%	-4.2%
T2	-6.8%	-3.8%
T3	-5.1%	-4.3%
农村	2.8%	4.2%

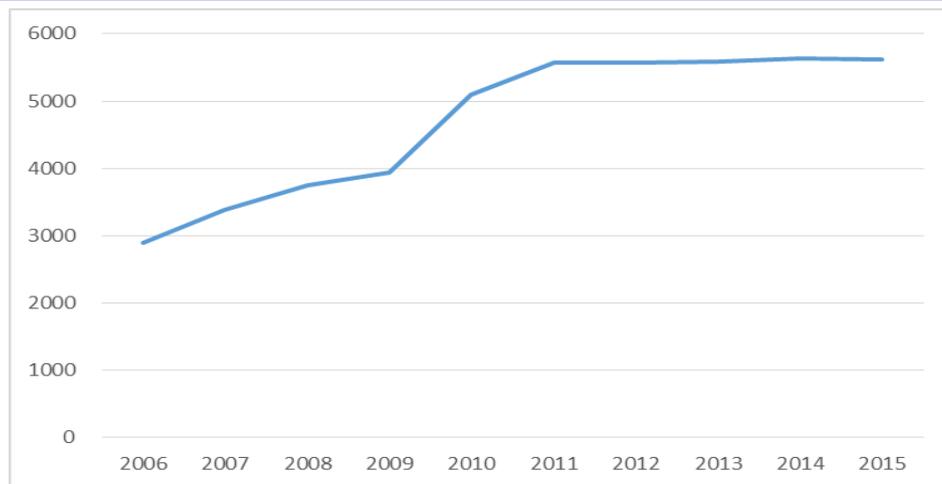
资料来源：奥维云网，财富证券

2、更新需求势头强劲

2.1 使用寿命到期带来的更新需求

洗衣机的使用寿命一般在 8-10 年之间，以平均 9 年计算，2007 年后销售的洗衣机将从今年开始逐步进入淘汰更新阶段。从洗衣机的年销售量图可以看出，从 2007 年开始，在家电下乡、节能惠民、以旧换新等补贴政策的刺激下，洗衣机销量正好处于高速增长阶段，由于这部分洗衣机从今年开始将逐步淘汰，预计未来几年内自然淘汰的洗衣机将催生大量更新需求。

图表 17：近 10 年洗衣机销售情况



资料来源：wind，财富证券

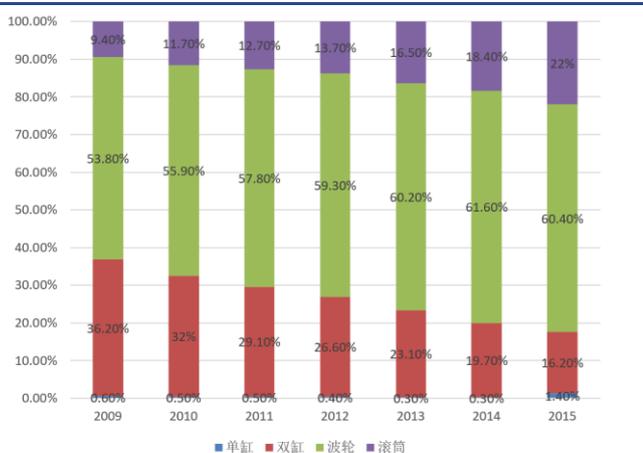
2.2 消费升级带来的替换需求

随着我国城乡居民收入水平的持续增长，消费者对洗衣机的品质也提出更高要求，区别于以往洗干净衣服，更多的用户在省水、省电、噪音控制、呵护衣服等方面有了更强烈的需求，反映在洗衣机销售市场上主要体现在下面几个方面：

2.2.1 滚筒、全自动波轮洗衣机需求增加

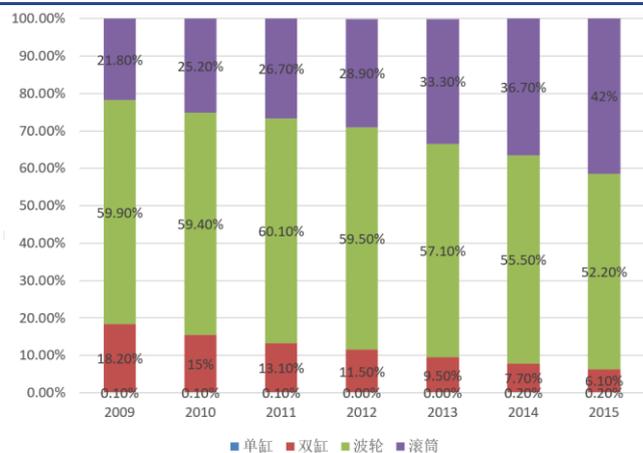
根据中怡康统计数据（主要是一二线市场的销售渠道），2015 年洗衣机零售量为 3183 万台，同比微增 0.7%，但整体市场规模零售额为 605 亿元，同比增长了 4.3%。在销量总体变化不大的情况下，零售额的快速增长说明了洗衣机平均售价的提高。根据中怡康统计数据，2015 年洗衣机整体平均售价 2333 元，较 2014 年的 2250 上涨了 3.7%，但具体到各品类上，其价格均有不同程度的下跌，其中定频滚筒洗衣机降幅最大，达 9.6%，而变频波轮洗衣机涨幅最大，达 3.1%。可见，洗衣机整体平均售价提高主要是价格较高的高端产品占比提高所致，反映出对于变频滚筒、变频波轮等高端洗衣机的需求正在增加。按照中怡康统计数据，2015 年滚筒洗衣机零售量比重 22.0%，零售额比重 41.6%，波轮洗衣机零售量比重 60.4%，零售额比重 52.2%，两者合计零售量比重达 82.4%，零售额比重达 93.8%，分别较 2014 年提高 2.4 和 1.6 个百分点。

图表 18: 2009-2015 洗衣机零售量结构



资料来源: 中怡康, 财富证券

图表 19: 2009-2015 洗衣机零售额结构



资料来源: 中怡康, 财富证券

图表 20: 2014-2015 主要洗衣机品类价格变化



资料来源: 中怡康, 财富证券

2.2.2 变频洗衣机需求增长

变频技术在洗衣机上的使用, 形成了节能、超低噪音、可变水流、高脱水转速等特点, 满足消费者节水省电降噪音和洗涤干净的要求。变频洗衣机的关键技术包括两方面, 一是电机技术, 特别是直流无刷电机制造技术; 二是电机的控制与驱动技术。与定频洗衣机相比, 由于技术含量相对较高, 在同类型的洗衣机中, 变频产品往往比定频产品要贵。根据奥维云网统计, 2016 年一季度洗衣机行业中变频产品零售额渗透率已达 65.6%, 较 2015 年同期的 57.8% 提高了 7.8 个百分点, 其中滚筒洗衣机变频产品零售额渗透率已达 87%, 较 2015 年同期的 77.8% 提高了 9.2 个百分点。

图表 21：定频、变频洗衣机比较

类型	运行方式	优点	缺点
定频洗衣机	开始工作后，电机保持不变的速度运行，直到洗涤完毕	程序设定简单、洗涤过程简单、价格较低	费电、对衣服损害大、容易打结
变频洗衣机	开始工作后，电机先低速启动，打散拧紧的衣服，后转速加快，把衣服摇匀，在次加速清洗衣服，之后减速摇匀，慢速清洗，高速甩干	省电、减少衣服缠绕和摩擦，减缓响声和振动	价格较高

资料来源：财富证券

2.2.3 大容量洗衣机需求提高

一般来说，4-5 公斤左右的机型比较适合两口之间使用，6-7 公斤左右的机型比较适合三口之家使用，8 公斤及以上的机型比较适合家中有老人和小孩的家庭使用，但随着经济持续增长和居民收入水平的提高，人们的生活水平也越来越高，穿戴的服装也越来越多，由于过去洗衣机的容量相对较小，为避免分几次洗衣服的麻烦，消费者在选购洗衣机时也不全按家中的人口数选择洗衣机，有时会选择容量相对大一点的洗衣机，以免换季时各种大件衣物和床单被套让小容量的洗衣机吃不消。事实上，从 2010 年开始，国内洗衣机消费开始呈现逐步向大容量过渡的趋势，洗衣量超过 5KG 产品比例开始逐步提升，2012 年开始，洗衣量大于 6kg 可以视为大容量产品，但目前大容量洗衣机的标准已逐步提高到 7KG。根据中怡康统计数据，2014 年底 6.0-6.4KG 容量段的波轮洗衣机市场零售额比重为 23.6%，在 2015 年 6 月则下滑到 17.7%，2015 年底继续下滑到 14.5%，同期 7 公斤以上容量段比重则不断提升，7.5-7.9KG 容量段上升到 23.3%。滚筒洗衣机同样发生了向大容量的转移，截止到 2015 年底 8KG 的滚筒洗衣机市场比重已经达到 31.9%，而且这一趋势在 9KG 滚筒上也有明显的体现。

此外，随着二孩政策的全面落地，儿童衣物的洗涤的需求日益提高，加之居民健康意识的逐步增强，催生了对一机双筒（一台洗衣机有两个可单独运行的全自动洗涤桶，可分别洗涤大人和小孩衣物）等产品的需求。

2.2.4 智能洗衣机需求激活

近年来，智能洗衣机的发展也有明显的提升。以智能投放为例，所谓智能投放是指在洗涤过程中，洗衣机可根据衣物重量、洗涤程序等因素，智能添加相应计量的洗涤剂和柔顺剂，有效解决因洗涤剂过度使用造成衣物损伤，减少衣物的洗涤剂残留，同时减少了污水排放。2013 年仅 3 个品牌生产，2014 年增加到 7 个，到 2015 年渗透的品牌已经达到 10 个。品牌的增加带来的是型号的迅速增长和零售额的迅速提升，根据中怡康统计，截止到 2015 年底智能投放洗衣机的零售额同比增加 102.1%，比重已经达到 8.3%

三、公司看点

1、依托惠而浦集团拓展全球业务

中国作为全球最大的白色家电市场之一，也是惠而浦集团全球未来发展的重心，收购完成后，惠而浦集团把公司定位为一个集研发、采购、销售、生产等为一体的亚太区经营据点，目标是将公司建成中国第一大洗衣机制造商、前三大冰箱制造商和中国出口第一家电企业，用5到10年的时间进入中国白电第一集团，成为惠而浦在世界发展的两极之一。惠而浦集团董事长、首席执行官 Jeff Fettig 在惠而浦中国股份有限公司的揭牌仪式上曾说：如果说上一个百年惠而浦的发展重心在美洲市场，那么以中国为代表的亚洲市场以及欧洲市场将成为惠而浦下一个百年的战略要地。

为实现这一系列宏伟目标，惠而浦（中国）有限公司在收购公司时就提出：**产品销售方面**：将把惠而浦中国的销售业务整合进入上市公司，提升上市公司在中国市场的竞争力；**品牌运作方面**：上市公司可以借助惠而浦的先进品牌管理经验和合肥三洋的本土市场经验，发展惠而浦品牌，振兴荣事达等民族品牌；**全球采购方面**：惠而浦集团将在同等条件基础上，优先向上市公司采购，提升上市公司的出口额；**产品优势方面**：惠而浦集团和合肥三洋的产品具有很强的协同性，通过结合可以提升产品组合的竞争优势，还可开发更适合市场需求的产品；**成本效率方面**：上市公司可以结合惠而浦集团先进的生产管理经验和借助战略投资完成后的规模效应，进一步提高集约化水平，提升生产效率，降低上市公司的生产和经营成本。

此外，惠而浦还与公司签订了一系列协议以确保目标的顺利达成。**避免同业竞争协议**，主要内容为：惠而浦集团及关联方不在中国新设与上市公司主营构成竞争的企业，在中国销售与上市公司主营业务构成竞争的产品需获得上市公司的统一并通过其分销商或代理商销售，且需提供具有竞争力的价格。将广东惠而浦的微波炉业务整合进上市公司。**存货买卖协议**，主要内容为：上市公司购买惠而浦中国的存货，惠而浦中国协助上市公司对其在中国境内的采购合同、销售合同和 OEM 合同等进行安排，取得与业务合同相关的客户、供应商、销售与采购渠道等经营信息。**技术许可协议**，主要内容为：许可上市公司使用惠而浦在洗衣机、电冰箱、微波炉、排烟油机等电器产品方面的专利和专有技术，上市公司按许可商品的总销售收入的 0.5% 支付许可使用费。**商标和商号许可协议**，主要内容为：许可上市公司在中国境内使用惠而浦的商标和商号，上市公司每年支付 100 万的许可使用费。

目前，上述举措正得到有序推进。依托惠而浦集团的优势资源，在为公司带来快速增长的出口订单的同时，大幅提升公司整体规模和制造能力，极大提高公司的市场竞争力。

2、业务整合有望重启

2015 年，公司按照避免同业竞争协议等安排，启动了将广东惠而浦的微波炉业务整合进上市公司的相关工作，但由于广东惠而浦所使用的土地、房产均登记在外

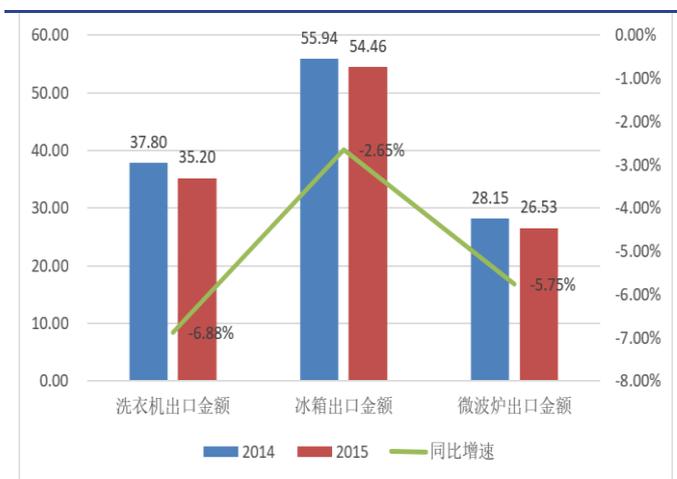
资股东名下，难以在短时间内将之注入广东惠而浦，且公司未与交易对方就交易的主要条款（包括交易价格、发行股份购买资产的方式等）达成一致，2015年12月8日，公司公告停止筹划重大资产重组并承诺6个月内不在筹划重大资产重组事项。但根据惠而浦集团《关于广东惠而浦家电制品有限公司的函》，2017年10月23日前需把广东惠而浦的微波炉业务整合进上市公司，否则将以现金方式向上市公司进行补偿。因此，尽管去年公司资产重组受阻，但我们认为将广东惠而浦微波炉业务注入上市公司是确定的，只是需要时间来解决历史遗留问题，随着不筹划重大资产重组承诺即将到期和解决同业竞争承诺截至时间的逐渐临近，公司很可能在今年重启重组工作。

广东惠而浦是惠而浦集团全资子公司 Whirlpool (B.V.I) Limited 的全资子公司，其主要业务为微波炉等家电产品的生产及销售，产品主要销往海外，每年微波炉出口量稳定在200万台左右，2015年广东惠而浦营业收入15亿元左右，净利润1亿元左右，若今年整合进入上市公司，将带来较为显著的业绩改善。

3、海外订单加快转移

2015年，公司同惠而浦的资源、业务融合推进顺利，协同效应逐渐显现，以阿拉丁和奥德赛微波炉出口项目为代表，公司正不断承接惠而浦全球订单。由于公司制造成本在惠而浦体系内价格优势明显，惠而浦公司洗衣机、冰箱等全球采购正陆续转移到公司。从公司的出口数据可以明显看出这一变化趋势：2014年，公司出口收入5.7亿元，同比增长8.13%，占公司全年收入的10.53%；到2015年，公司出口收入7.6亿元，快速增长32.79%，占公司全年收入的比重也上升至14.16%，而同期我国无论是洗衣机、冰箱还是微波炉的出口金额都是负增长的。对标以洗衣机为主业的小天鹅看，近三年来小天鹅出口收入占比基本维持稳定，而公司呈快速上升趋势。可见，在行业出口减缓，同类型公司出口变化不大的情况下，公司出口占比快速增长，反映出在惠而浦集团全球订单持续转移背景下，带动公司出口快速提升。

图表 22：2014-2015 部分家电产品出口金额



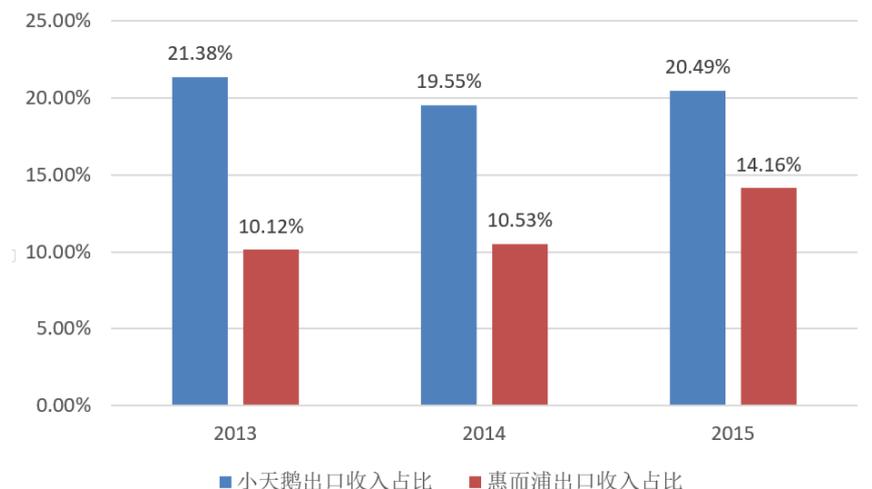
资料来源：wind，财富证券

图表 23：惠而浦近 3 年出口收入增长情况



资料来源：公司公告，财富证券

图表 24：近 3 年惠而浦、小天鹅出口收入占比情况



资料来源：公司公告，财富证券

4、多品牌经营发挥组合优势

惠而浦集团本身旗下就拥有 Whirlpool, KitchenAid, Maytag, Consul, Brastemp, Amana, Bauknecht, Jenn-Air 等众多知名国际品牌，具有丰富的多品牌运作经验，公司能借鉴惠而浦集团的经验和优势，进一步增强主营产品品牌的市场影响力，实现协同效应。

目前，公司拥有 4 大品牌，惠而浦、三洋、帝度和荣事达。2015 年公司已完成对 4 个品牌的整合工作，进一步区隔了产品与风格定位，并进行了相应的差异化渠道布局。其中：

惠而浦为国际品牌，获授权使用惠而浦商标，定位高端，设计以欧美风格为主，在产品的核心功能上集合了全球的专利技术+本土化外观需求，以创新和科技触动消费者，品牌承诺是“百年品质 创易生活”，主要竞争对手是国际品牌，渠道偏重一二三级市场；三洋为国际品牌，由日本三洋授权公司运营，帝度为 2012 年 2 月上市公司推出的自主品牌，这两个品牌均定位中高端，设计以日韩风格为主，产品偏向健康、时尚、环保，品牌承诺为“悦享健康”，这是一个差异化的制高点，把中国的主流品牌作为竞争对手；荣事达为中国驰名商标，由合肥国资公司授权使用，定位中低端，聚焦于区域性重点市场，坚持品质主张，品牌承诺为“好品质，荣事达”，主要通过与大代理商合作拓展三四级市场。

公司通过不同定位和产品区隔，较好解决了品牌差异化问题，避免了同质化竞争，同时又实现对消费群体的全覆盖，最大限度发挥多品牌的组合优势。2016 年，公司强化整合传播策略，以电视和网络传播为核心，通过与热播栏目剧合作、社会化传播等方式继续加大品牌有效投入，进一步提升品牌优势，形成了较强的品牌综合竞争力。

图表 25: 公司各品牌定位

品牌	类型	定位	主要对手	关注点	品牌承诺
惠而浦	国际品牌	高端	国际品牌	以创新和科技触动消费者	百年品质, 创易生活
三洋	国际品牌	中高端	中国主流品牌	健康、时尚、环保	悦享健康
帝度	公司自主品牌				
荣事达	中国驰名商标	中低端	中国主流品牌	坚持品质主张	好品质, 荣事达

资料来源: 惠而浦, 财富证券

5、募集项目扩大产能, 提升产品竞争力

惠而浦中国收购公司时, 为取得控制权, 除受让三洋电机和三洋中国持有的公司股份外, 还认购了公司非公开发行的股份, 募资 19.86 亿元投向年产 500 万台洗衣机变频技改项目等 5 个项目中。

图表 26: 募投项目情况

序号	项目	投资总额 (万元)	募资投入 (万元)
1	年产 500 万台洗衣机变频技改项目	27294.8	27294.8
2	年产 1000 万台变频电机及控制系统技改扩建项目	62318.2	62318.2
3	年产 400 万台节能环保高端冰箱扩建项目	59983.4	59983.4
4	市场营销体系建设项目	20932.8	20932.8
5	补充流动资金	28063.35	28063.35
	合计	198593.15	198593.15

资料来源: 公司公告, 财富证券

2015 年 10 月, 公司发布公告, 调减原募投项目“年产 1000 万台套变频电机及程控器扩建技改项目”募集资金投资规模, 将其中的 26,417.00 万元变更用于“惠而浦中国区总部建设项目”, 10,838.90 万元用于调增“年产 500 万台变频洗衣机扩建技改项目”投资额。调整后的项目如下:

图表 27：调整后的募投项目及进展

项目名称	投资金额 (万元)	投入进度	项目内容	建设 周期	预期收益
年产 500 万台 洗衣机变频 技改项目	38133.7	28.63%	变频洗衣机生产能力由现有年产 100 万台 (波轮 80 万台, 滚筒 20 万台) 提至 500 万台 (波轮 300 万台, 滚筒 200 万台)	2015 年 10 月— 2017 年 9 月	新增营业收入 14 亿元, 利润总额 1.49 亿元, 净利润 1.27 亿元
年产 1000 万 台变频电机 及控制系统 技改扩建项 目	25062.9	14.93%	项目建成达产后将新增年产变频电机 800 万台及程控器 500 万台, 除满足自身需要 外, 同时面向国内洗衣机企业提供变频电 机及成套解决方案, 确保上市公司在国内 家电变频行业的主导地位	2015 年 10 月— 2017 年 9 月	新增营业收入 21 亿元, 利润总额 1.13 亿元, 净利润 9600 万元
年产 400 万台 节能环保高 端冰箱扩建 项目	59983.4	46.55%	扩大节能环保高端冰箱的研究制造规模, 形成新增年产 400 万台节能环保高端冰箱 的生产能力		新增营业收入 88 亿元, 利润总额 7.7 亿元
市场营销体 系建设项目	20932.8	22.2%	对营销总部、分公司及办事处的机构建设, 销售网点专柜及其辅助设施等 6 个部分进 行开发建设		
惠而浦中国 区总部建设 项目	26417	5.33%	集研发、销售、采购、培训、办公等多功 能为一体的惠而浦中国区总部		
补充流动资 金	22243.21	100%			

资料来源：公司公告，财富证券

洗衣机是公司最主要的收入来源，也是公司的优势产品，产销量在洗衣机行业中排名第 3。目前，公司拥有变频洗衣机生产能力年产 100 万台，普通洗衣机生产能力年产 400 万台，根据募投计划，公司计划将普通洗衣机生产能力将至 100 万台，将变频洗衣机生产能力提至 500 万台，可见提升变频洗衣机市占率是公司的重要战略方向。由于变频洗衣机具有节能、超低噪音、可变水流、高脱水转速等特点，能较好满足消费者省水省电降噪音和洗涤干净的要求，具有广阔的市场前景。随着公司变频洗衣机产量的不断提升，将有利于提升公司盈利能力，在未来的竞争中处于领先地位。

洗衣机主要靠电机带动内筒旋转产生水流，以达到清洗衣物的目的，电机显然是洗衣机的核心部件。目前市场上销售的洗衣机使用的电机主要有串激电机、BLDC 电机、无皮带的变频直驱电机等。串激电机的炭刷磨损导致噪音大，寿命短。BLDC 电机无炭刷，驱动与电机一体化，较串激电机噪音较低，辐射较低，寿命较长，但是仍然是皮带传动，磨擦大，且皮带容易老化空转，噪音越来越大。变频直驱电机就是 DD 电机，没有皮带传动带来的能源浪费，能耗损失更小，控制更精准，噪音更小，代表了业内的先进水平和发展方向。公司是国内最早自主研发出变频电机技术并将至应用于洗衣机的企业之一，其洗衣机用直流变频电机及控制器的开发与应用荣获“2011 年中国家电科技进步一等奖”，在变频电机方面长期积累的技术优势。2014 年以来，公司继续发挥技术创新优势，电机新品 DD 变频电机不断巩固或开拓中高端细分市场份额。本次募集资金对电机及程控器生产线进行技改与扩建，达产

后将新增年产变频电机 800 万台及程控器 500 万台，将使公司电机及程控器生产能力提升至年产 1,000 万套，不仅能满足自身需求，还可以向惠而浦集团和国内洗衣机企业销售，使得公司在未来的变频竞争中处于优势地位，极大提升了公司的核心竞争力。

冰箱也是公司的重要业务板块。公司 2011 年开始建设冰箱项目并推出自主高端品牌“帝度”，2012 年正式投产，重点开发三门、对开门、多门、意式、法式等中高端产品，当年就实现了 2.37 亿元的销售收入。2015 年，公司冰箱产品实现销售收入 9.16 亿元，4 年间增长了接近 4 倍，未来随着募投项目的逐步投产和惠而浦集团的冰箱等全球采购陆续转移到公司，我们认为冰箱业务有望继续保持增长。

6、品类扩张带来新的利润增长点

近年来，在我国家电行业整体景气度不高的背景下，厨电市场却保持着 8%-10% 的增速，在整个家电行业中仍是较为抢眼。据艾肯家电网统计，2015 年中国厨电市场规模达 674 亿，预计未来 5 年整个厨电市场规模将达到 900 多亿，未来的厨电市场将成为整个家电市场最具有发展潜力的细分市场之一。正是看到这一细分市场的巨大潜力，2015 年，公司成立了小家电及厨电事业部，在保持冰洗小家电等品类优势的基础上，融入厨电等新鲜血液。目前，公司产品线既有洗衣机、冰箱、空调等大白电产品，又有电磁炉、电饭煲、电水壶、榨汁机、空气净化器等生活电器，还包括微波炉、抽油烟机、消毒柜、洗碗机等厨电产品，形成了完善丰富的产品体系。我们认为，随着惠而浦集团把更多产品品类引进中国后，公司的产品线将不断完善，必将成为公司新的利润增长点。

7、线上线下渠道齐发力

为顺应家电消费正在发生的深刻变革和电商渠道的蓬勃发展，公司于 2014 年专门成立了电子商务公司，负责所有线上业务，但鉴于目前已有淘宝、天猫、苏宁、京东等较多很好的平台资源，公司没有再自建平台，而是利用大型电商平台拓展线上业务。其中，公司与苏宁易购、京东等平台进行战略合作，具体操作由公司自己的团队负责，而对淘宝、天猫等平台则委托外部的专业公司运营以提高平台利用率，带给消费者更好的消费体验。2015 年，公司线上渠道表现十分抢眼，同比增长了 70% 以上，线上销售收入占比近 20%。2015 年“双 11”当天全网销售突破 2 亿元，同比增长 325%。与阿里共同开发的 Air 8 智能变频洗衣机，“双十一”当天单品销量破 40000 台，稳居“双十一”天猫大家电销量榜第二、洗衣机单品类第一。在线下渠道方面，公司积极进行渠道组织变革，一方面，整合传统零售渠道和三四级渠道，以满足多品牌运营的需要，四个品牌各有专门的销售公司负责线下业务经营；另一方面，在三四级市场，与所有代理商形成利益共同体，进行深度分销，同时与国美、苏宁及地方性传统百货形成战略性合作。通过对全线组织架构体系的再造，提升了公司对终端市场的反应能力。

四、盈利预测

对公司的盈利预测主要基于以下假设：

1、洗衣机：近年来，我国洗衣机销量总体平稳，其中内销数量逐年提升，2015年同比增长了3.8%，假设未来国内洗衣机行业保持3%左右的增速，考虑到公司处于行业领先地位，假设公司洗衣机产品能保持5%左右速度增长；同时，考虑到公司正调整产品结构，变频洗衣机等高端产品占比逐步提高，而低端产品占比逐年下降，将有效拉高公司洗衣机产品的平均售价，假设洗衣机产品平均售价能维持5%左右的涨幅。

2、冰箱：鉴于冰箱行业近年来相对低迷，且公司冰箱产品近年来未取得重大突破，假设公司洗衣机销量和市占率维持不变，但受益于公司产品结构调整，公司冰箱产品的平均价格维持3%左右的涨幅。

3、微波炉：根据公司规划，微波炉产品在2018年能实现出口300万台的目标；

4、电机：受变频洗衣机需求提升等影响，公司电机产品保持30%以上的增速；

5、出口：公司2015年出口增速达32.79%，随着惠而浦集团订单转移速度加快以及公司新增产能逐步释放，假设未来3年公司出口增速维持在40%左右。

据此测算，在不考虑并入广东惠而浦微波炉业务的情况下，公司2016-2018年预计可实现营业收入63亿、76亿和97亿，归母净利润4亿、4.9亿和6.1亿，EPS分别为0.52，0.64和0.8，对应PE分别为24、19和15倍；考虑整合广东惠而浦微波炉业务后，公司2016-2018年估值分别为19、16和13倍。鉴于公司正处于受益惠而浦集团整合资源、转移订单的初始爆发期，加之以滚筒洗衣机、全自动波轮洗衣机和变频洗衣机为代表的产品结构升级进一步提升公司的盈利能力，给予2017年25倍PE，对应目标价19.25元，目前公司股价13.22元，给予公司“推荐”评级。

五、风险提示

- 1、洗衣机行业大幅下滑；
- 2、订单转移进度不及预期。

资产负债表 (单位: 百万元)

	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2641.72	3120.15	3439.87	3943.83
应收和预付款项	2798.77	3197.36	4084.13	5187.21
存货	992.66	1233.28	1469.82	1971.98
其他流动资产	5.03	5.03	5.03	5.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	911.72	769.24	628.45	458.98
无形资产和开发支出	306.42	272.53	238.63	204.73
其他非流动资产	63.63	63.63	63.63	63.63
资产总计	7719.95	8661.22	9929.56	11835.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	3288.22	3871.72	4705.62	6065.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.89	1.89	1.89	1.89
负债合计	3290.11	3873.61	4707.51	6067.87
股本	766.44	766.44	766.44	766.44
资本公积	1710.84	1710.84	1710.84	1710.84
留存收益	1952.57	2310.33	2744.77	3290.23
归属母公司股东权益	4429.84	4787.61	5222.05	5767.51
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4429.84	4787.61	5222.05	5767.51
负债和股东权益合计	7719.95	8661.22	9929.56	11835.38

现金流量表（单位：百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	722.60	439.04	275.96	432.48
投资性现金净流量	-1503.38	17.75	22.40	54.25
筹资性现金净流量	-38.32	21.64	21.36	17.22
现金流量净额	-818.14	478.43	319.72	503.96

利润表（单位：百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5468.19	6309.36	7661.87	9755.67
减：营业成本	3632.76	4203.34	5104.39	6499.29
营业税金及附加	31.59	37.44	45.46	57.88
营业费用	1245.66	1347.27	1636.08	2083.18
管理费用	296.74	338.26	410.77	523.02
财务费用	-54.83	-64.82	-73.80	-83.07
资产减值损失	41.34	40.00	30.00	20.00
加：投资收益	8.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	283.09	407.88	508.97	655.36
加：其他非经营损益	136.68	63.83	63.83	63.83
利润总额	419.76	471.70	572.80	719.18
减：所得税	53.04	70.76	85.92	107.88
净利润	366.73	400.95	486.88	611.31
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	366.73	400.95	486.88	611.31

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438