

洗衣机
订单转移良好 整合有序推进
报告日期: 2016-09-12

评级: 推荐

合理价: 16

当前价格 (元)	11.68
52 周价格区间 (元)	8.58-15.3
总市值 (百万)	8952.01
流通市值 (百万)	6223.10
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	-5.35	-5.82	-120.60
上证综指	1.76	5.18	-5.06

财富证券研究发展中心
夏泽霖

 xiazl@cfzq.com
 S0530516020001

相关研究报告:

《公司研究*惠而浦 (600983): 收入小幅下滑 出口增长迅速》2016-09-05

《公司研究*惠而浦 (600983): 依托集团优势 扬帆起航》2016-06-06

预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	5468.19	6014.76	6973.82
净利润 (百万元)	366.73	400.95	486.88
每股收益 (元)	0.48	0.52	0.64
每股净资产 (元)	5.78	6.25	6.82
市盈率	25.88	22.19	18.03
P/B	2.15	1.99	1.82

资料来源: 财富证券

事件: 近期我们到公司进行了实地调研。

投资要点

成本和营销因素影响公司业绩。今年上半年,公司实现营收 26.63 亿元,同比下滑 4.11%,归属母公司净利润 1.8 亿元,同比下滑 11.2%,主要是因为公司冰洗产品国内销售未能实现突破,市场份额未能实现有效提升。导致这一现象的原因是多方面的,主要体现在:一是成本因素。公司的洗衣机生产线已具有一定规模,技术和管理经验在国内均处于领先水平,生产成本相对较低;但冰箱生产线由于产能不高,未能形成规模效应,与大型冰箱生产企业相比,生产成本相对较高。二是营销组织体系及 KPI 考核指标设置还处于调整完善期。目前,公司的营销分公司有 40 多家,分为综合类 (20 多家)、洗衣机专业类 (10 多家) 和冰箱专业类 (10 多家),由于考核指标设置等问题,导致数量最多的综合类营销分公司少有动力销售冰箱,使得冰箱销售收入大幅下滑;三是营销人员老化、新生力量不足。对此,公司今年也从美的、海尔等挖来一批专门针对冰箱业务的营销人员,补充新鲜血液,强化营销力量,预计 3 季度销售情况有望回暖。

出口订单转移情况良好。惠而浦集团的主要生产基地集中在北美、欧洲和南美等地,其中,北美生产基地的自动化水平较高,预计短期内出现大规模订单转移可能性较低;欧洲和南美生产基地较多,产能较大,但由于综合生产成本比国内高,这两个区域的中低端产品订单有望逐步转移至上市公司。目前,公司与欧洲主要进行双向交易,即进口部分高端产品,代工生产部分中低端产品。2015 年,公司来自惠而浦集团的海外转移订单约 2 亿元,主要来自南美;今年公司除继续承接南美订单外,还承接了欧洲转移而来的部分订单,全年有望承接转移订单 7 亿元左右。同时,公司正在建设的洗衣机项目专门请了波士顿公司作为顾问,并按照工业 4.0 标准进行建设,自动化程度较高,随着基地未来逐步

建成投产，公司承建海外订单能力将获得提升。

- **广东惠而浦整合工作有序推进。**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 14 亿元左右，净利润 1 亿元左右，扣非净利润在 7000 万左右。2014 年，惠而浦集团收购公司股权时，承诺在 2017 年 10 月前将广东惠而浦整合进上市公司。2015 年，公司按照避免同业竞争协议等安排，启动了相关整合工作，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。目前，不再筹划重大资产重组时限已过，整合工作时间底线将至，公司正有序推进相关整合工作，有望在下半年以现金收购的方式将广东惠而浦整合进入上市公司。
- **盈利预测。**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，其出口业务有望保持较长时间的快速增长，同时随着品牌梳理整合完成、营销体系逐步完善，公司内销业务也有望逐步企稳。我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.52、0.64 和 0.83，参考小天鹅 20 倍 PE，海信科龙 23 倍 PE，奥马电器 34 倍 PE 等可比公司估值水平，给予公司 2017 年 25 倍 PE，合理价格 16 元，维持对公司“推荐”评级。
- **风险提示。**内销未能改善，出口增速下滑，广东惠而浦整合缓慢。

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

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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究发展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。

财富证券研究发展中心

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