

## 威靈控股 (382 HK, HK\$1.68, 未評級) — 價值雖被低估，但利好因素不絕

- ❖ **威靈是美的主要電動機供應商。**威靈是全世界第一大的電動機製造商，在空調和洗衣機類別的市場份額約為 20-30%，它也是美的集團 (000333 CH) 的主要供應商和子公司。美的集團和小天鵝 (000418 CH) 等客戶在 16 財年共同佔總銷售額的 46%，其他主要客戶包括惠而浦，伊萊克斯，三星，LG，松下，大金，日立，三菱，海爾，海信，TCL 等等。
- ❖ **房地產銷售暢旺，美的，小天鵝市佔率增加和原材料價格的反彈將帶動 17 財年至 18 財年的銷售增長。**繼 16 下半年業績回升之後（以人民幣計價，銷售額同比增長 21.2%，淨利潤同比增長 41.5%），我們認為，由於 1) 15 年和 16 年中國房地產銷售強勁，銷售面積增長 6.5% 和 22.5%，根據以往實證數據來看，家電銷售往往滯後於房地產銷售 1 年，所以威靈 17 財年至 18 財年的銷售額很可能會恢復到雙位數的銷售增長。在 16 財年，空調/洗衣機的銷量增長了 4%/8%，我們預計在 17 財年將達到 14%/12%（見圖 1），2) 美的和小天鵝市場份額近年來一直擴大，我們預計在可見的將來將繼續（見圖 2 和圖 3），3) 平均銷售價格因為 16 下半年原材料（如銅，鋁和鋼）的價格反彈而有所恢復，我們預計在 17 年會有中到高單位數的反彈（見圖 4 和圖 5）。
- ❖ **變頻家電的普及使直流電機銷售比例的提升，產品標準化比例提高，相應 SKU 減少所帶來的規模效應，將利好利潤率提高。**我們預計，在 17 和 18 財年期間，經營利潤率將逐步提高，受惠於 1) 更好的產品組合，威靈在變頻家電的普及中尤其重要，其直流電動機不僅具有更好的穩定性，更長壽，更靜音，更節省電力，而且價格更高，120-180 元人民幣（相比起交流電動機的 30-100 元），毛利率更好，比交流電既產品高 5%（見圖 6 和圖 7），變頻相關的直流電機產品的總銷售額去年達到了 19%，同比增長了 31%，2) 產品標準化比例提高，SKU 相應減少，新的高級管理層在 16 下半年入主辦公室之後其中重要的舉措之一是實現更高的產品標準化（換句話說，是製定更多的標準配置產品而不是只為客戶訂制），導致更好的規模經濟，從而提高成本和效率。
- ❖ **鑑於其 3.4 倍（不包含現金）的歷史市盈率，估值相當吸引，還沒計算它在 17 和 18 財年的潛在盈利增長。**我們認為威靈的估值非常吸引，因為其巨額淨現金（28 億港元，共佔市值的 57%），16 財年（不包含現金）的市盈率僅為 3.4 倍，還沒有考慮到其 17 年至 18 年的未來增長（我們預計每股盈利複合增長 20%），意味著 6 倍和 5 倍的 17 和 18 財年市盈率，而 4.5% 歷史股息率可以有效減少下跌空間。相比之下威靈的 8 倍歷史市盈率比其他同行如德昌電機電機 (179 HK) 的 15 倍和大洋電機 (002249 CH) 的 38 倍便宜得多。
- ❖ **風險因素:** 1) 不利房地產市場的政策，2) 無法轉嫁原材料成本，以及 3) 主要客戶流失

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬港幣)	9,273	8,040	7,955
淨利潤 (百萬港幣)	681	523	592
每股收益 (港幣)	0.238	0.183	0.208
每股收益變動 (%)	(14.0)	(22.8)	13.6
市盈率(x)	7.1	9.2	8.1
市帳率(x)	1.1	1.1	1.1
股息率 (%)	4.5	3.9	4.5
權益收益率 (%)	16.0	12.0	13.1
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司

胡永匡

walterwoo@cmbi.com.hk  
(852)-3761-8776

### 威靈控股(382 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$1.68
市值 (港幣百萬)	4,812
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	2.58
52 周高/低 (港幣)	1.94/1.17
發行股數 (百萬)	2,864.1
主要股東	美的集團 (68.6%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-0.6%	-2.9%
3 月	18.8%	8.4%
6 月	4.3%	0.7%

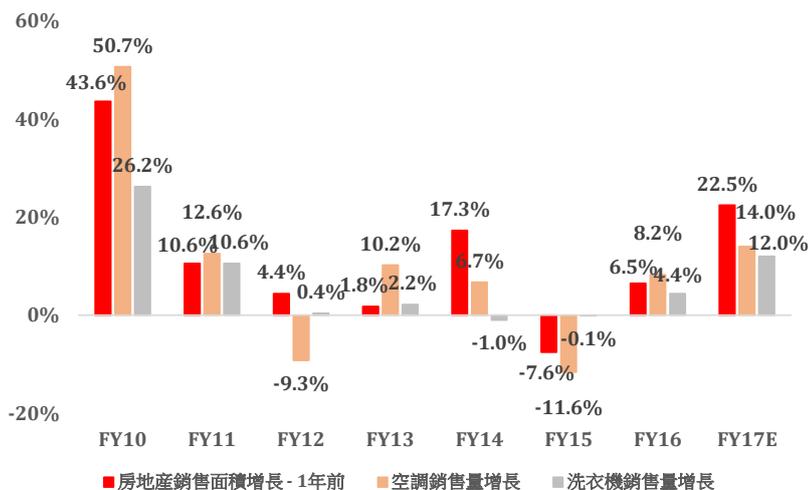
來源: 彭博

### 過去一年股價



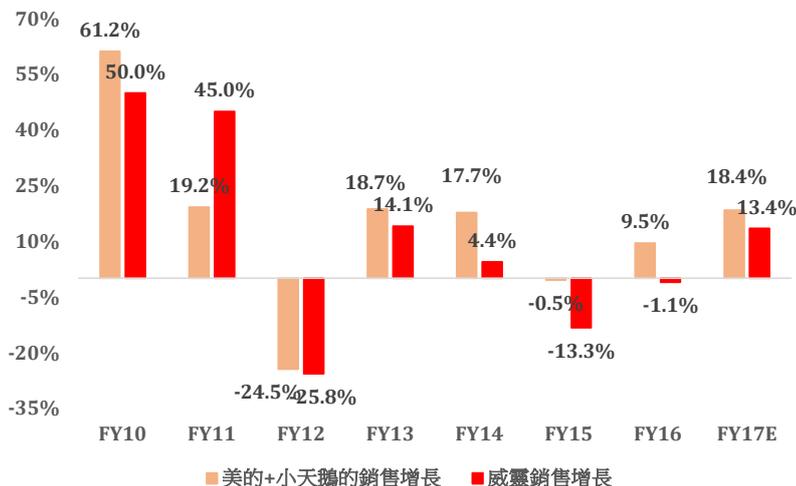
來源: 彭博

图 1：中国家電銷售往往滯後于房地產銷售 1 年，因此 16 财年房地产销售面积 22% 的增长可能在 17 财年促成空调和洗衣机成双位数的增长。



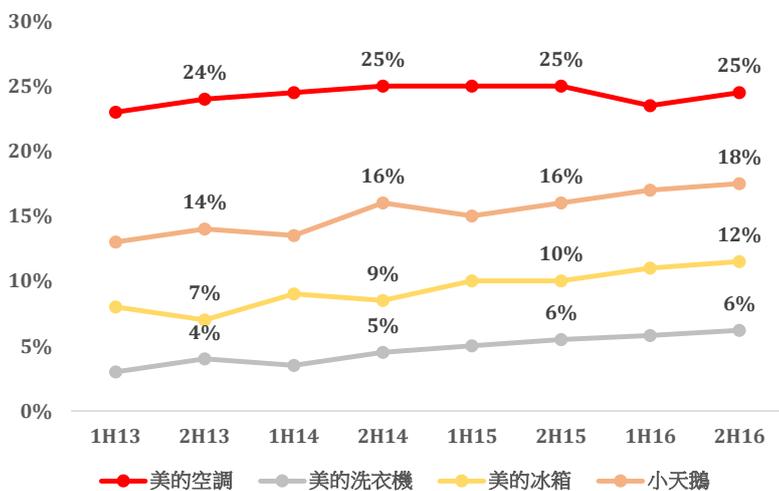
来源：国家统计局，Wind，招银国际估算

图 2：惠灵控股的销售增长趋向于跟随美的和小天鹅，并应在 17 财年有所上涨。



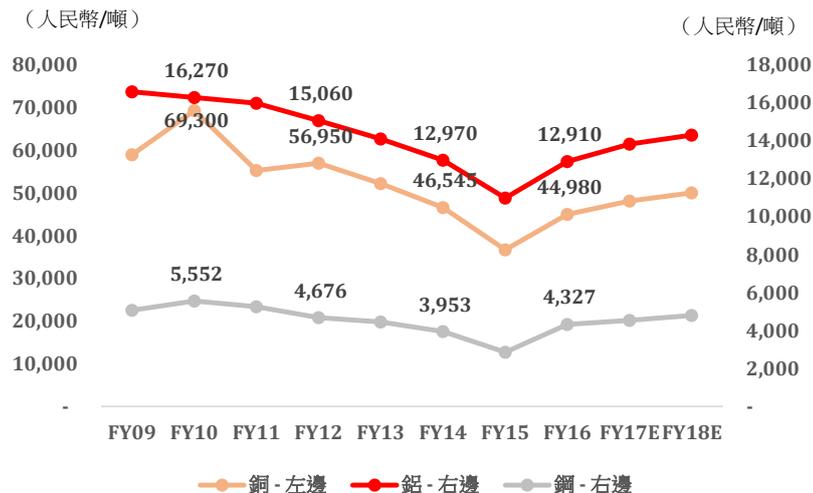
来源：公司，彭博，招银国际估算

图 3：近年来，美的品牌，包括小天鹅在内的市场份额一直在增长。



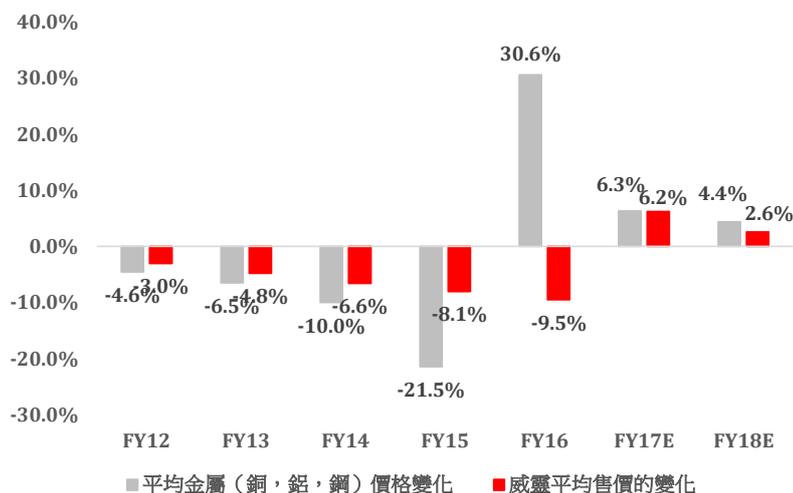
来源：中怡康时代，产业在线

图 4：原材料的价格，例如：铜/铝/钢在下滑超过 5 年后，在 16 财年下半年回升。



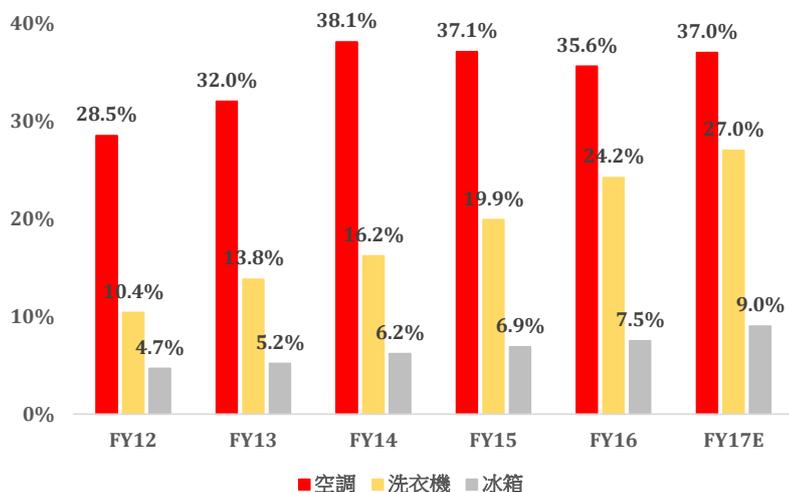
来源：Wind，招银国际估算

图 5：2016 财年下半年强劲反弹后，惠灵控股的平均售价今年和后年的平均售价将可能上涨。



来源：Wind，招银国际估算

图 6：中国的变频家电产品（通常采用直流电机）的渗透率一直在上升。



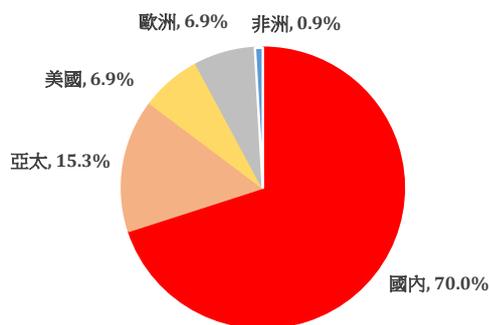
来源：中怡康时代，产业在线，招银国际估算

图 7：变频家电的直流电机提供更高的平均售价，更高的利润率，更好的稳定性，更长的使用寿命，更少的噪音和更高的能源和成本效益

詳細資料	傳統交流電機	變頻器直流電機 (空調/洗衣機)
平均售價	人民幣 30 -100	Rmb 120 - 180
競爭格局	競爭激烈	國內供應商有限
毛利率		高大約5%
<b>產品特點</b>		
使用壽命		使用壽命更長
噪音		更安靜
反應		更快的冷卻/加熱
穩定性		更好保持溫度
能源和成本		節省能源和電費 (節省高達1/3的能源)

来源：公司，彭博，招銀国际估算

图 8：2016 财年销售按区域分类



来源：公司

图 9：产品类别

**Manufacture and selling of motors**

**Air-Conditioning Motors**

Residential and commercial air-conditioning motors

AC Motor for Air-conditioning    Commercial AC Motor  
BLDC Motor

**Washing Motors**

Washing machine motors

Soric Motor    Wave Wheel Motor  
3-phase variable frequency motor    BLDC motor

**Others**

Refrigerator compressor motors, dishwasher pumps, range hood motors

Dishwasher Pump    Refrigerator compressor motors

来源：公司

图 10：客户例子



来源：公司

**利潤表**

年結: 12月31日 (百萬元港幣)	FY14A	FY15A	FY16A
<b>收入</b>	<b>9,273.4</b>	<b>8,040.4</b>	<b>7,954.5</b>
空調電機	5,383.0	4,361.6	4,212.9
洗衣機電機	2,681.6	2,551.8	2,568.3
配飾	1,208.7	1,127.0	1,173.3
銷售成本	(7,849.0)	(6,930.6)	(6,776.5)
<b>毛利</b>	<b>1,424.4</b>	<b>1,109.7</b>	<b>1,178.0</b>
其他收入	(10.3)	90.3	149.8
銷售費用	(214.4)	(212.0)	(216.2)
行政費用	(350.4)	(428.3)	(384.3)
其他收益	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>849.3</b>	<b>559.7</b>	<b>727.3</b>
淨融資成本	(38.2)	20.0	23.8
聯營公司	41.3	51.4	18.8
<b>稅前利潤</b>	<b>852.4</b>	<b>631.0</b>	<b>769.9</b>
所得稅	(171.2)	(108.3)	(178.3)
非控制股東權益	-	-	-
<b>淨利潤</b>	<b>681.2</b>	<b>522.7</b>	<b>591.6</b>

來源: 公司

**資產負債表**

年結: 12月31日 (百萬元港幣)	FY14A	FY15A	FY16A
<b>非流動資產</b>	<b>2,131</b>	<b>2,010</b>	<b>1,507</b>
物業、廠房及設備	1,462	1,392	1,223
無形資產和商譽	68	80	79
投資型房地產	52	47	41
聯營公司的權益	329	346	-
合營公司的權益	-	-	-
其他金融資產	119	120	123
遞延稅項資產	45	19	30
購買物業、廠房及設備預付款項	56	5	12
<b>流動資產</b>	<b>5,916</b>	<b>5,585</b>	<b>5,924</b>
其他金融資產	26	730	1,129
存貨	992	555	891
貿易及其他應收賬款	2,878	2,987	2,205
受限制銀行結餘	80	77	37
現金及現金等價物	1,940	1,236	1,661
<b>流動負債</b>	<b>3,562</b>	<b>3,024</b>	<b>2,664</b>
銀行借款	88	21	-
預收款項	-	-	-
貿易及其他應付賬款	3,417	2,989	2,612
即期稅項	41	7	53
撥備	17	8	-
<b>非流動負債</b>	<b>155</b>	<b>168</b>	<b>211</b>
帶息借款	-	-	-
遞延稅項	120	136	150
撥備	35	32	61
<b>資產淨額</b>	<b>4,330</b>	<b>4,402</b>	<b>4,555</b>
<b>非控股權益</b>	<b>65</b>	<b>59</b>	<b>39</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>4,264</b>	<b>4,342</b>	<b>4,516</b>

來源: 公司

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百萬元港幣)	FY14A	FY15A
息稅前收益	849	560
折舊和攤銷	148	162
營運資金變動	(16)	(152)
稅務開支	(177)	97
其他	39	(95)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>843</b>	<b>572</b>
購買固定資產	(292)	(236)
聯營公司	19	27
其他	43	(705)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(230)</b>	<b>(914)</b>
股份發行	10	1
淨銀行借貸	(295)	(62)
股息	(243)	(215)
其他	34	3
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(494)</b>	<b>(273)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>119</b>	<b>(615)</b>
年初現金及現金等價物	1,825	1,940
匯兌	(5)	(88)
年末現金及現金等價物	1,940	1,236
抵押現金	-	-
<b>年末資產負債表現金及現金等價物</b>	<b>1,940</b>	<b>1,236</b>

來源: 公司

**主要比率**

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16A
<b>銷售組合 (%)</b>			
空調电机	58.0	54.2	53.0
洗衣机电机	28.9	31.7	32.3
其他产品	13.1	14.1	14.7
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>			
毛利率	15.4	13.8	14.8
稅前利率	9.2	7.8	9.7
息稅前收益	7.3	6.5	7.4
有效稅率	20.1	17.2	23.2
<b>增長 (%)</b>			
收入	4.4	(13.3)	(1.1)
毛利	0.2	(22.1)	6.2
淨利潤率	(13.2)	(34.1)	30.0
淨利潤	(14.0)	(23.3)	13.2
<b>資產負債比率</b>			
流動比率 (x)	0.6	0.7	0.6
平均應收賬款周轉天數	113.3	135.6	101.2
平均應付帳款周轉天數	134.5	135.7	119.8
平均存貨周轉天數	46.1	29.2	48.0
淨負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率 (%)</b>			
資本回報率	16.0	12.0	13.1
資產回報率	8.5	6.9	8.0
<b>每股數據</b>			
每股盈利 (港幣)	0.238	0.183	0.208
每股股息 (港幣)	0.075	0.065	0.075
每股賬面值 (港幣)	1.493	1.516	1.577

來源: 公司

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。